

Jacqueline Rennert

**Erläuterung und Entwicklung der unternehmens-
steuerungsrelevanten Kennzahl „Economic Value
Added“ (EVA) am Beispiel der Metro AG**

eingereicht als

DIPLOMARBEIT

an der

HOCHSCHULE MITTWEIDA

UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES

Fachbereich Wirtschaftswissenschaften

Mittweida, 2009

Erstprüfer: Herr Prof. Dr. rer. pol. Andreas Hollidt

Zweitprüfer: Herr Prof. Dr. rer. oec. Johannes N. Stelling

Inhaltsverzeichnis

SELBSTSTÄNDIGKEITSERKLÄRUNG	III
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	IV
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	VI
1 AUSGANGSLAGE	1
1.1 EINLEITUNG	1
1.2 PROBLEMSTELLUNG	2
1.3 ZIELSETZUNG	2
2 HAUPTTEIL	3
2.1 THEORETISCHER TEIL	3
2.1.1 DIE GRUNDLAGEN FÜR DEN ECONOMIC VALUE ADDED	3
2.1.1.1 Begriffserläuterung des EVA	3
2.1.1.2 Das Konzept des Economic Value Added	5
2.1.1.3 Abgrenzung des Economic Value Added	5
2.1.2 DIE BERECHNUNG DES ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)	11
2.1.2.1 Berechnung des Net Operating Assets (NOA)	11
2.1.2.2 Berechnung des Net Operating Profit After Taxes (NOPAT)	12
2.1.2.3 Berechnung des Weighted Average Cost of Capital (WACC)	13
2.1.3 DIE ANWENDUNG DES ECONOMIC VALUE ADDED	14
2.1.3.1 EVA als Unternehmensbewertung	14
2.1.3.2 EVA als Performancemessung	15
2.1.3.3 EVA als Anreizsystem	15
2.2 PRAKTISCHER TEIL	17
2.2.1 GESCHICHTE, EINBLICK UND AUFBAU DER METRO AG	17
2.2.1.1 Gründung der Metro AG	17
2.2.1.1.1 Metro Cash & Carry	17
2.2.1.1.2 Die Kaufhof Holding AG	17
2.2.1.1.3 Deutschen SB Kauf AG	18
2.2.1.1.4 Asko Deutsche Kaufhaus AG	18
2.2.1.2 Zu- und Verkäufe der Metro AG	19
2.2.1.3 Die heutigen Vertriebsmarken der Metro AG	21
2.2.1.3.1 Metro Cash & Carry	22
2.2.1.3.2 Real	22
2.2.1.3.3 Media Markt und Saturn	23
2.2.1.3.4 Galeria Kaufhof	23
2.2.1.4 Strategie der Metro Group	24
2.2.2 UMSTELLUNG DER RECHNUNGSLEGUNG VOM HANDELSGESETZBUCH (HGB) AUF DIE INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS (IFRS)	25
2.2.2.1 Das Anlagevermögen	25
2.2.2.2 Latente Steuern	27
2.2.2.3 Verbindlichkeiten, Rückstellungen und passive Rechnungsabgrenzung	28
2.2.3 DER ECONOMIC VALUE ADDED IN EINEM HANDELSUNTERNEHMEN	30
2.2.3.1 Die Besonderheiten des EVA im Dienstleistungssektor	31
2.2.3.2 Adler - ein Pilotprojekt für die Einführung des EVA	34

2.2.4	GRUNDLEGENDE KENNZAHLEN FÜR DIE BERECHNUNG UND BEURTEILUNG DES EVA DER METRO AG	35
2.2.4.1	Gewinngrößen	35
2.2.4.2	Working Capital und Nettobetriebsvermögen	36
2.2.4.3	Entwicklung der Nettoverschuldung	38
2.2.4.4	Der Return on Capital Employed (ROCE)	39
2.2.4.5	Aktienanalyse	40
2.2.5	DIE HEUTIGE BERECHNUNG DES EVA BEI DER METRO AG	41
2.2.5.1	Die Berechnung des Geschäftsergebnisses	42
2.2.5.2	Die Berechnung des gewichteten Kapitalkostensatzes	43
2.2.5.3	Die Berechnung des Geschäftsvermögens	44
2.2.6	PROGNOSE DER ZUKÜNFTIGEN EVA'S	47
2.2.6.1	Prognose des zukünftigen EVA von Metro Cash & Carry	49
2.2.6.2	Prognose des zukünftigen EVA von Media Markt und Saturn	50
2.2.6.3	Prognose des zukünftigen EVA von Galeria Kaufhof	51
2.2.6.4	Prognose des zukünftigen EVA von Real	51
2.2.6.5	Prognose des zukünftigen EVA der Metro AG	52
2.2.7	UNTERNEHMENSWERT - MARKET VALUE ADDED (MVA)	53
2.2.7.1	Ex post Berechnung	54
2.2.7.2	Ex ante Berechnung	55
2.2.7.3	MVA als Bindeglied zwischen EVA und Aktienkurs	56
2.2.8	DIE PERFORMANCEMESSUNG ANHAND VON EVA	57
2.2.8.1	EVA als absolute Finanzgröße	57
2.2.8.2	value spread	58
2.2.8.3	Das relativen EVA	59
2.2.8.4	Eva relativ zum Nettoumsatz	59
2.2.8.5	Die EVA- Gesamtperformance	60
2.2.9	DIE VARIABLE VERGÜTUNG ANHAND DES EVA	61
3	<u>ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK</u>	63
	<u>LITERATURVERZEICHNIS</u>	65
	<u>ANHANG</u>	69

Selbstständigkeitserklärung

Ich versichere, dass ich die vorliegende Arbeit selbständig und ohne fremde Hilfe und nur unter Verwendung der angegebenen Literatur und Hilfsmittel angefertigt habe, dass ich die Übernahme wörtlicher Zitate aus der Literatur gekennzeichnet habe und die Verwendung der Gedanken anderer Autoren an den entsprechenden Stellen in der Arbeit gekennzeichnet habe.

Mittweida, 16.11.2009

Jacqueline Rennert

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
AV	Anlagevermögen
BIB	Bruttoinvestitionsbasis
BrCF	Brutto Cash Flow
c*	Kapitalkostensatz
CAPM	Capital Pricing Model
CFROI	Cash Flow Return On Investment
Co. KG	Compagnie Kommanditgesellschaft
COT	Steuer
CTR	Cash Tax Rate
CVA	Cash Value Added
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes / betriebliches Ergebnis
EBITA	Earnings Before Interest, Taxes and Amortization
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBITDAR	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Rent
EBT	Earnings Before Taxes /Ergebnis vor Steuern
EM	EBITDA- Marge
EPS	Earnings per Share
EU	Europäische Union
EVA	Economic Value Added
FCF	freier Cash Flow
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GoB	Grundsätze der ordnungsgemäßen Buchführung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
IFRS	International Financial Reporting Standards
KGV	Kurs- Gewinn- Verhältnis
KLR	Kosten- und Leistungsrechnung
MVA	Market Value Added
NOA	Net Operating Assets / Geschäftsvermögen
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes / Geschäftsergebnis

NOPBT	Net Operating Profit Before Taxes
NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes
nUV	Nettoumlaufvermögen
OPM	Operating Profit Marge
r	Vermögensrendite
RHB	Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe
ROCE	Return on Capital Employed
ROS	Return on Sales
TO	Turnover of Assets
Vbl. L&L	Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen
WACC	Weighted Average Cost of Capital / Kapitalkostensatz

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1	Zahlenbeispiel für die Konzepte	6
Abbildung 2	Berechnungen der vier Konzepte	70
Abbildung 3	Gegenüberstellung der Konzepte	10
Abbildung 4	Organigramm der Metro AG	19
Abbildung 5	Kerngeschäftsfelder der Metro Group	21
Abbildung 6	Bilanz 1999 nach HGB und IFRS	72
Abbildung 7	Bilanzwerte in Millionen Euro	25
Abbildung 8	Verbindlichkeiten	73
Abbildung 9	Rückstellungen	74
Abbildung 10	Umsatzerlöse, Aufwendungen und Verkaufsfläche	31
Abbildung 11	WACC, ROCE und EVA der Jahre 2000 bis 2008	39
Abbildung 12	Economic Value Added 2008	75
Abbildung 13	Berechnung des Geschäftsvermögens der Metro AG	45
Abbildung 14	Schlüsselgrößen für die Prognose des EVA nach Hostettler	47
Abbildung 15	Schlüsselgrößen für die Prognose des EVA für die Metro AG	47
Abbildung 16	Prognose der zukünftigen EVA's	76
Abbildung 17	Ex-post Berechnung des MVA für die Metro AG 2008	54
Abbildung 18	MVA ex ante	81
Abbildung 19	EVA als absolute Finanzgröße	58
Abbildung 20	Rangnummern anhand von value spread	58
Abbildung 21	Rangnummern anhand vom relativen EVA	59
Abbildung 22	Rangnummern anhand vom EVA-ROS	60
Abbildung 23	Platzierung der Performancemessung	60
Abbildung 24	Variable Vergütung von Vorstandsmitgliedern der Metro AG	62

1 Ausgangslage

1.1 Einleitung

Das Konzept des Economic Value Added wurde von der Unternehmensberatung Stern Stewart & Co. entwickelt und bereits 1991 ausführlich publiziert. Das Gedankenmodell selbst ist bereits mehr als 200 Jahre ein Instrumentarium der Manager und Ökonomen. Die Anwendung des EVA- Konzeptes findet in Deutschland seit weniger als 15 Jahre statt. Als Pionierunternehmen gilt in Deutschland Siemens, welche 1996 das Konzept in ihr Unternehmen integriert haben.¹ Die steigende Popularität des EVA Konzeptes liegt in verschiedenen Anhaltspunkten. Ein Grund ist der Wechsel vieler Unternehmen durch die Internationalisierung, sowie durch die Anpassung des Handelsgesetzbuches (HGB) an die International Financial Reporting Standards (IFRS), zu den IFRS. Hierbei kommt es vor allen zu einem neuen Zusammenspiel des Controllings und den Rechnungswesen. Das Controllerleitbild erweitert sich durch die IFRS maßgeblich. Beispielsweise werden interne Berechnungen des Controllings für die Erstellung der Jahresabschlüsse nun erforderlich. Es ist zwingend erforderlich das sich der Controller auch mit den gesetzlichen Bedingungen des Rechnungswesens auseinandersetzt. Auch die Arbeit mit der Kennzahl EVA findet nicht hinter verschlossenen Türen statt, sondern wird ein öffentliches Instrumentarium. Hierfür steht vor allem das Schlagwort Corporate Governance und den darin enthaltenen Grundsätzen wie Wahrung der langfristigen Wertschöpfung und Transparenz in der Unternehmenskommunikation. Jedoch ist der EVA keine reine Kennzahl, sondern vielmehr ein Gedankenmodell und kann Grundsätzlich in drei Anwendungsbereichen ausgeführt werden. Dabei handelt es sich um die Unternehmensbewertung, die finanzielle Performance und die Gestaltung des internen Corporate Governance. Jedes Anwendungsgebiet spricht verschiedene Interessengruppen an, aber basiert immer auf derselben Ausgangslage, dem EVA. Bei den Interessengruppen handelt es sich vor allem um die Aktionäre und Investoren, sowie den Finanzanalysten und dem Management beziehungsweise der Geschäftsführung. Hierbei kann der EVA nicht nur intern berechnet werden, sondern auch extern durch die Aktionäre.²

¹ Vgl. Ehrbar, Al (1999), Seite 9 ff.

² Vgl. Hostettler, Stephan (2002), Seite 1 ff.

1.2 Problemstellung

Bei dem Begriff EVA gibt es öfters Verwechslungen mit dem Shareholder Value beziehungsweise werden die beiden Begriffe gleichgesetzt. Außerdem ist die Verbreitung des EVA Konzeptes in Deutschland, sowie in Europa noch wenig verbreitet. Hierbei spielen zwei Probleme eine Rolle. Das erste Problem ist die Komplexität. Da bereits die Konzepte des Free Cash Flow und das Shareholder Value Konzept zu Verwirrungen geführt haben. Diese Modelle sind meist sehr aufwendig und schwer verständlich. Das Zweite Problem ist die Vielzahl der Modelle und die fehlende Übersicht für welche Problemstellung welches Konzept am besten angewendet werden kann. Und nicht zu vergessen ist hierbei das die meisten Konzepte aus dem englischsprachigen Raum kommen und durch die vielen Übersetzungen und Interpretierungen Dopplungen der Begriffe keine Seltenheit sind.³

1.3 Zielsetzung

Das Ziel dieser Arbeit liegt in der Erläuterung und in der Entwicklung beziehungsweise Berechnung des Economic Value Added, sowie die Anwendungen der Kennzahl. Hierbei wird im theoretischen Teil abgeklärt was das Konzept des EVA ist und die Unterscheidung von anderen wertorientierten Kennzahlen. Des Weiteren wird ein kurzer Einblick in die allgemeine Berechnung und in die Anwendungsgebiete gegeben. Im praktischen Teil wird anhand eines Beispiels die Berechnung des EVA aus externer Sicht erläutert. Hierbei wird die Problematik der externen Berechnung aufgezeigt. Des Weiteren erfolgt eine detaillierte Prognose der EVA's. Danach erfolgt die Anwendung des EVA für die Unternehmensbewertung, sowie eine finanzielle Performancerechnung mit Vergleich zu zwei weiteren deutsche Unternehmen. Zuletzt wird noch kurz die Anwendung des EVA als Vergütungssystem erläutert. Hierfür wurde die Metro AG als praktisches Beispiel auserwählt. Da die Metro AG seit Gründung im Jahre 1996 ihre Geschäftsberichte im Internet veröffentlicht und seit der Einführung der Rechnungslegung nach IFRS im Jahre 2000 gleichzeitig die Einführung des EVA begann.

³ Vgl. Hostettler, Stephan (2002), Seite 3 ff.

2 Hauptteil

2.1 Theoretischer Teil

Der theoretische Teil soll einen kurzen Überblick über die Grundlagen, die Berechnung im Allgemeinen und den drei Anwendungsgebieten geben. Im zweiten Teil erfolgt die praktische Anwendung an dem Handelskonzern Metro AG. Dort wird angezeigt wie individuell für jedes Unternehmen die Berechnungen erfolgen muss und erläutert wie man als Außenstehender die Kennzahl interpretieren kann.

2.1.1 Die Grundlagen für den Economic Value Added

2.1.1.1 Begriffserläuterung des EVA

Der Economic Value Added ist ein Residualgewinn, also ein betrieblicher Übergewinn. Der EVA selbst stellt eine absolute Finanzgröße dar. Wie bei jeder Finanzgröße ist auch der EVA eine statische Größe, welche auf der Basis des Jahresergebnisses berechnet wird. Die allgemeine Formel lautet:

$$\text{EVA} = \text{Geschäftsergebnis} - \text{Geschäftsvermögen} * \text{Kapitalkostensatz}.^4$$

Wie bei vielen Berechnungen welche aus dem amerikanischen Raum kommen sind auch bei dem EVA- Konzept die verschiedenen Positionen übersetzt. Hierbei ist zu beachten, dass es verschiedene Begriffe dafür gibt. Das Geschäftsergebnis ist das Periodenergebnis aus der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) abzüglich Steuern. Im deutschsprachigen Raum wird hierzu auch betriebliches Ergebnis oder operatives Ergebnis gesagt. Diese Begriffe werden jedoch auch für andere Kennzahlen benutzt und deswegen ist darauf zu achten in welchen Zusammenhang diese Begriffe verwendet werden. Selbst in der Literatur werden unterschiedliche Begriffe verwendet. Der häufigste Begriff für das Geschäftsergebnis ist Net Operating Profit After Taxes. Deshalb auch die Abkürzung NOPAT. In der weiteren Arbeit wird der Begriff Geschäftsergebnis und die Abkürzung NOPAT verwendet. Das Geschäftsvermögen

⁴ In Anlehnung an Weißenberger, Barbara E. (2007), Seite 261.

berechnet sich aus der Bilanz. Jedoch werden bestimmte Positionen welche nicht direkt zu den betrieblichen Geschehen gehören abgezogen und betriebliche Posten, welche nicht in der Bilanz aufgeführt werden aufgenommen. Auch für das Geschäftsvermögen liegen unterschiedliche Begriffe im Deutschen sowie im Englischen vor. Häufig wird für das Geschäftsvermögen auch der Begriff betrieblich gebundenes Vermögen verwendet. In der Literatur findet man meist die Begriffe Capital, Invest Capital oder Net Operating Assets. Aus dem letzteren Begriff stammt die allgemeine Abkürzung NOA. Für die vorliegende Arbeit wird der Begriff Geschäftsvermögen und die Abkürzung NOA verwendet. Die dritte Größe ist der Kapitalkostensatz dieser berücksichtigt die Kosten für Fremd- und Eigenkapital. In der Literatur sind für den Kapitalkostensatz zwei Abkürzungen gängig. Zum einen ein c^* und die Abkürzung für den englischen Begriff Weighted Average Cost of Capital kurz WACC. Im weiteren Verlauf wird der Begriff Kapitalkostensatz und die Abkürzung WACC verwendet. Das Konzept selbst ist keine neue Erfindung, da bereits Adam Smith auf die Kosten für Eigenkapital einging. Jedoch ist der EVA nicht nur eine reine Finanzgröße sondern vielmehr ein Gedankenmodell. Aber gerade das kann zu Verwirrungen führen. Wer entscheidet, was zu dem Geschäftsvermögen gehört und was nicht? Die Berechnung des EVA richtet sich individuell an das Unternehmen. Wie schon besprochen führen selbst die Begriffe zu Unklarheiten. Das Wort Value im EVA wird oft mit dem ähnlichen Begriff Shareholder Value gleichgesetzt, aber hier gibt es erhebliche Unterschiede. Mit dem Begriff Shareholder Value ist der gesamte Aktionärswert gemeint und kann wiederum als absolute Finanzgröße oder auch als Handlungsanweisung verstanden werden. Der Aktionärsnutzen besteht im Wesentlichen aus dem Handel mit Aktien. Wenn ein Unternehmen positive Ergebnisse berichtet, so wird die Aktie interessant, aber nicht nur die Ergebnisse spielen auf den Aktienmarkt eine große Rolle. Der Aktienmarkt ist von der Unternehmung losgelöst und für die Unternehmung lediglich eine Finanzierungsmöglichkeit. Als Handlungsanweisung kann man den Shareholder Value darin verstehen, dass das Management des Unternehmens Ihre Handlungen so auszurichten hat, dass der Aktionär (Shareholder) zufrieden ist. Zusammenfassend kann man sagen das der Shareholder Value als Finanzgröße den Marktwert des Eigenkapitals entspricht, also der Wert aller Aktien eines Unternehmens. Der Shareholder Value kann aber mit Hilfe von prognostizierten EVA's zu Barwerten berechnet werden.⁵

⁵ Vgl. Hostettler, Stephan (2002), Seite 19 ff.

2.1.1.2 Das Konzept des Economic Value Added

Das Grundkonzept des Economic Value Added wurde wie schon erwähnt von der Unternehmensberatung Stern Steward & Co. konzipiert und 1991 publiziert.⁶ Der Economic Value Added stellt einen Residualgewinn also einen Übergewinn dar. Es ist die Differenz zwischen betrieblichen Gewinn und den betrieblichen Kosten für das gebundene Kapital. Da bei der Berechnung keine reine Bilanzbetrachtung vorgenommen wird, sondern auf die betriebliche Leistung eingegangen wird, spricht man von einem betrieblichen Gewinn. Der Begriff Übergewinn soll ausdrücken, dass alle betrieblichen Kosten, welche nicht nur aus Fremdkapital sondern auch aus Kosten für den Eigenkapital bestehen, berücksichtigt werden. Sodass es einen absoluten Restbetrag ergibt. Eine wichtige Voraussetzung ist die Beschränkung auf die betriebliche Tätigkeit. Eine ähnliche Betrachtung wird bereits in der Kosten- und Leistungsrechnung (KLR) angewendet. Es werden alle Posten welche direkt mit den betrieblichen Geschehen in Verbindung sind betrachtet. Aber das Konzept geht über die KLR hinaus, da auch beispielsweise betriebliche Investitionsbetrachtungen einbezogen werden. Eine weitere Unterscheidung liegt in der Gewinnbetrachtung. Die bilanzielle Gewinnbetrachtung beachtet nicht die Kosten für das Eigenkapital. In den Kosten für das Eigenkapital sind aber die Mindestrenditeerwartungen der Kapitalgeber enthalten. Ein Bilanzgewinn von Null, bedeutet für den Eigenkapitalgeber, dass er keine Dividende erhält. Somit wäre er besser bedient gewesen, wenn er sein Geld anderweitig angelegt hätte.⁷

2.1.1.3 Abgrenzung des Economic Value Added

Nicht nur das EVA Konzept hat den Grundgedanken die Berechnung des betrieblichen Übergewinns. Es gibt weitere vergleichbare Modelle. Hierbei sind zu nennen das Economic Profit Konzept von der McKinsey & Company, Inc., das Added Value Konzept von der London Business School, sowie das Cash Value Added Konzept der Boston Consulting Group. Nachfolgend ist ein kleines Zahlenbeispiel an dem die Unterschiede und Berechnungen der Konzepte kurz erläutert werden. Alle Berechnungen haben die gleichen Bilanz- und GuV- Werte.

⁶ Ebd., Seite 48.

⁷ Ebd., Seite 38 bis 42.

in Millionen Euro	Jahr 00	Jahr 01	Veränderungen
Aktiva Bilanz			
Wertzuschriften	100,0	200,0	100,0
Anlagevermögen	400,0	500,0	100,0
Nettoumlaufvermögen	200,0	250,0	50,0
Bilanzsumme	700,0	950,0	250,0
GuV			
Betrieblicher Ertrag		1.000,0	
Betrieblicher Aufwand		700,0	
Abschreibungen	80,0	100,0	
Betrieblicher Gewinn		200,0	
Finanzergebnis		-40,0	
Gewinn vor Steuern		160,0	
Steueraufwand		80,0	
Nettogewinn		80,0	
Nutzungsdauer AV		6,0	
WACC		6,40%	

Abbildung 1: Zahlenbeispiel für die Konzepte⁸

Das EVA Konzept besteht wie schon erwähnt aus drei Basisgrößen. Das Geschäftsergebnis ist eine Gewinngröße und hat als Berechnungsgrundlage den Gewinn aus der GuV. In dem Zahlenbeispiel ist ein betrieblicher Gewinn von 200 Millionen Euro. Jetzt müssen noch die Steuern abgezogen werden. Hierbei wird einfach ein Steueraufwand von 50 Prozent angesetzt, sodass der auf den betrieblichen Zweck gebundenen Gewinn 100 Millionen Euro Steuern anfallen. In der GuV sind weniger Steuern ausgewiesen. Das liegt darin begründet, dass ein negatives Finanzergebnis den ausgewiesenen Gewinn drückt. Es errechnet sich ein NOPAT von 100 Millionen Euro. Bei dem Geschäftsvermögen werden die Bilanzwerte des Vorjahres genommen und zur Vereinfachung wird angenommen das das gesamte Anlage- (AV) und das Nettoumlaufvermögen (nUV) zum Geschäftsvermögen gehören. In diesen Beispiel wäre das NOA somit 600 Millionen Euro. Der Kapitalkostensatz wird hier mit 6,4 Prozent festgelegt. Nun muss lediglich das NOA mit dem WACC multipliziert werden und man erhält die Kapitalkosten in Höhe von 38,4 Millionen Euro. Diese werden vom NOPAT abgezogen und somit erhält man ein EVA von 61,6 Millionen Euro. Für

⁸ In Anlehnung Hostettler (2002), Seite 48.

eine bessere Nachvollziehung der Berechnung ist als Anlage unter Abbildung zwei „Berechnung der vier Konzepte“ nochmals die Berechnung aufgeführt.⁹

Das zweite Konzept ist der Economic Profit. Das erste Erscheinungsjahr des Konzeptes von McKinsey & Company, Inc. war 1994. Der Economic Profit besteht wie der EVA aus drei Basiselementen. Jedoch ist hier die Gewinngröße nicht aus der GuV abgeleitet, sondern errechnet sich aus einem Cash-flow Verfahren. Der operative freie Cash Flow (FCF) kann wie folgt berechnet werden. In diesem Beispiel sind die Einzahlungen gleich den betrieblichen Erträgen in Höhe von 1.000 Millionen Euro und die Auszahlungen gleich den betrieblichen Aufwand in Höhe von 700 Millionen Euro. Des Weiteren werden noch die betrieblichen Steuern in Höhe von 100 Millionen Euro und die Bruttoinvestitionen abgezogen. Die Bruttoinvestitionen stellen die Wertveränderung zwischen den AV und den nUV, sowie den Wertzuschriften zweier aufeinander folgende Perioden dar und haben einen Gesamtbetrag von 250 Millionen Euro. Somit erhält man einen FCF von -50 Millionen Euro. Der FCF wird nun noch mit den Nettoinvestitionen addiert. Die Nettoinvestition ist die Differenz aus der Bruttoinvestition und den Abschreibungen und beträgt somit 150 Millionen Euro. Um den Betriebsgewinn, welcher bei diesem Konzept als Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (NOPLAT) bezeichnet wird, zu errechnen addiert man den FCF und die Nettoinvestitionen. Das NOPLAT und das NOPAT sind hier gleich. Bei dem Geschäftsvermögen wird die Wertveränderung ebenfalls betrachtet indem man die Bilanzwerte des AV und nUV der Jahre 00 und 01 addiert und diese Summe mit zwei dividiert. So erhält man ein durchschnittliches Geschäftsvermögen in Höhe von 675 Millionen Euro. Die dritte Größe entspricht dem WACC. Auch die Berechnungsformel des Economic Profit entspricht dem des EVA. Man subtrahiert von dem NOPLAT die Kapitalkosten und erhält somit ein Economic Profit von 56,8 Millionen Euro. Die Berechnung und Gegenüberstellung der Konzepte ist in der Anlage unter Abbildung zwei aufgeführt.¹⁰

Der Value Added wurde von der Boston Business School entwickelt und erschien erstmal 1990 und 1991. Der Begriff Value Added führt leicht zu der Annahme, dass es sich um den EVA handelt. Jedoch ist diese Betrachtung grundlegend falsch. Der Value Added ist eine reine historische Betrachtung des Unternehmens. Die Gewinn-

⁹ Vgl. Hostettler, Stephan (2002), Seite 48 ff.

¹⁰ Ebd., Seite 55 ff.

größe wird als Operating Profit bezeichnet. Die Grundlage des Operating Profit ist das NOPAT. Das NOPAT wird durch die Substanzerhaltungsrechnung korrigiert und man erhält den Operating Profit. Auch beim Geschäftsvermögen, dem Capital Employed benötigt man die Substanzerhaltungsrechnung. Diese Berechnung berücksichtigt dabei die Inflation. Für die Substanzerhaltungsrechnung muss als erstes die Neubewertung des Anlagevermögens vorgenommen werden. Dafür benötigt man die Bruttoinvestitionen der Vorjahre. Zur Vereinfachung wird in diesem Beispiel davon ausgegangen, dass die Bruttoinvestitionen dem Anlagevermögen und den Abschreibungen des Jahres 00 entsprechen. Somit betragen die Bruttoinvestitionen des Jahres 00 480 Millionen Euro. Auf diesen Betrag wird nun die Inflation berechnet. Geht man von einer Inflation von zwei Prozent aus, so betragen die Bruttoinvestitionen 489,6 Millionen Euro. Als nächstes müssen auch die Abschreibungen angepasst werden. Den neuen Abschreibungssatz erhält man indem man die Abschreibungen des Jahres 00 mit den Bruttoinvestitionen dividiert. In diesem Beispiel beträgt der Abschreibungssatz 16,7 Prozent und die Abschreibungen sind folglich 81,8 Millionen Euro. Der neue Anlagenanfangsbestand des Jahres 01 ist somit 407,8 Millionen Euro. Um den Jahresendbestand des Anlagevermögens zu erhalten, wird die Berechnung analog nochmals durchgeführt. Somit erhält man einen neuen Anlagenwert des Jahres 01 von 346,5 Millionen Euro. Um die Neubewertung des Anlagevermögens als Summe zu errechnen multipliziert man den neuen Jahresanfangswert mit der Inflation und dividiert diese mit eins plus der Inflation. Die Berechnung für dieses Beispiel ist: $407,8 \text{ Millionen Euro} * 0,02 / (1+0,02) = 8,0 \text{ Millionen Euro}$. Die Inflationsbetrachtung wird nun noch einmal in gleicher Weise mit den Investitionen durchgeführt. Die Bruttoinvestitionen für das Jahr 01 erhält man durch der Wertveränderung des Anlagevermögens und der Wertzuschriften. Diese Bruttoinvestitionen in Höhe von 200 Millionen Euro werden nun wieder mit dem Inflationsprozentsatz multipliziert und die Abschreibungen subtrahiert. Man erhält eine neue Bruttoinvestition von 169,9 Millionen Euro. Auch die Neubewertung der Investition ist analog der Berechnung des Anlagevermögens und entspricht somit 3,9 Millionen Euro. Der betriebliche Gewinn errechnet sich demnach aus der Summe des NOPAT in Höhe von 100 Millionen Euro, der Abschreibung aus der GuV in Höhe von 100 Millionen Euro und der Neubewertung in Höhe von 11,9 Millionen Euro, abzüglich der neuen Abschreibungen in Höhe von 103,6 Millionen Euro. Der Operating Profit beträgt somit 108,3 Millionen Euro. Das Geschäftsvermögen ist die Summe aus dem Netto-

umlaufvermögen für das Jahr 01, dem neuen Jahresendwert des Anlagevermögens und dem neuen Wert der Bruttoinvestition. Somit beträgt der Capital Employed 766,4 Millionen Euro. Für die weitere Berechnung des Value Profit benötigt man wieder einen Zinssatz für die Kapitalkosten. Dieser entspricht aber nicht dem WACC. Um das deutlich zu machen, wird ein Kapitalkostensatz von fünf Prozent angenommen. Der Value Added errechnet sich daraus analog dem EVA, indem man von dem Geschäftsergebnis die Kapitalkosten subtrahiert. Die Kapitalkosten setzen sich auch hier wieder aus der Multiplikation des Kapitalkostensatzes und dem Geschäftsvermögen zusammen. In diesem Beispiel erhält man somit einen Value Profit von 70,0 Millionen Euro. Die Berechnung ist ebenfalls in der Anlage unter Abbildung zwei enthalten.¹¹

Das vierte Konzept ist das Cash Value Added (CVA) Konzept auf Basis von Brutto Cash Flow's (BrCF). Erstmals publiziert wurde es von der Boston Consulting Group im Jahre 1994. Dieses Konzept wird meist zur Unternehmensbewertung eingesetzt, kann jedoch auch für die Performancemessung hinzugezogen werden. Der Betriebsgewinn wird hierbei anhand der BrCF berechnet. Der BrCF ist die Summe aus dem Nettogewinn in Höhe von 80 Millionen Euro, den Abschreibungen in Höhe von 100 Millionen Euro, abzüglich der Inflation von zwei Prozent des nUV in Höhe von fünf Millionen Euro und den Finanzergebnis in Höhe von -40 Millionen Euro. Somit erhält man einen BrCF von 215 Millionen Euro. Die Bruttoinvestitionsbasis (BIB) stellt das Geschäftsvermögen dar und berechnet sich aus der Summe des nUV in Höhe von 250 Millionen Euro, den AV in Höhe von 500 Millionen Euro, den kumulierten Abschreibungen in Höhe von 180 Millionen Euro und der Inflationsanpassung in Höhe von 23,4 Millionen. Diese Inflationsanpassung errechnet sich zum einen aus den nUV und den AV multipliziert mit einer Inflation von zwei Prozent auf zwei Jahre und der Bruttoinvestition multipliziert mit der Inflation. Somit erhält man eine Bruttoinvestitionsbasis von 953,4 Millionen Euro. Die dritte Basisgröße ist hier der interne Zinsfuß. Dieser kommt aus der Berechnung des Cash Flow Return On Investment (CFROI). Für die Berechnung des CFROI benötigt man noch die Angabe der Nutzungsdauer des Anlagevermögens. In diesem Beispiel wird diese mit sechs Jahren festgelegt. Das Anlagevermögen in Höhe von 500 Millionen Euro dividiert durch die Nutzungsdauer von sechs Jahren erhält man eine Abschreibung von 83,3

¹¹ Ebd., Seite 60 ff.

Millionen Euro. Um nun den CFROI zu ermittelt subtrahiert man von den BrCF in Höhe von 215 Millionen Euro die Abschreibung in Höhe von 83,3 Millionen Euro und dividiert diese Ergebnis durch die BIB in Höhe von 953,4 Millionen Euro und erhält einen CFROI von 13,9 Prozent. Die Differenz aus CFROI in Höhe von 13,9 Prozent und dem WACC in Höhe von 6,4 Prozent wird mit der BIB multipliziert. Das Ergebnis in Höhe von 71,5 Millionen Euro entspricht dem CVA. Auch die Berechnung des CVA ist in der Abbildung zwei enthalten.¹²

Wie aus den Berechnungen der einzelnen Konzepte klar hervorgeht stellen alle den betrieblichen Übergewinn dar, aber haben sehr unterschiedliche Ergebnisse.

In Millionen Euro	EVA	Economic Profit	Value Added	CVA
Geschäftsergebnis	100,0	100,0	108,3	-
Geschäftsvermögen	600,0	675,0	766,4	953,4
betrieblicher Übergewinn	61,6	56,8	70,0	71,5

Abbildung 3: Gegenüberstellung der Konzepte¹³

Der CVA berechnet nicht direkt ein Geschäftsergebnis, deshalb wurde kein Betrag eingetragen. Ansonsten weißt der EVA und der Economic Profit das gleiche Geschäftsergebnis auf. Die Erhöhung des Geschäftsergebnisses bei dem Value Added erfolgte durch die Inflationsbetrachtung. Anders sieht es bei der Betrachtung des Geschäftsvermögens aus, da hier erhebliche Unterschiede in den Konzepten sind. Auch hier spielt die Inflation einer Rolle. In den Konzepten des Value Added und CVA geht man grundlegend von den heutigen Werten aus. Um dies zu berücksichtigen beinhalten diese beiden Rechnungen die Inflation. Auch bei dem Geschäftsvermögen unterscheidet sich der EVA und der Economic Profit nicht wesentlich. Obwohl die beiden Verfahren des Value Added und CVA höheres Geschäftsvermögen berechnen, ist auch der betriebliche Übergewinn höher. Dies liegt im Kapitalkostensatz begründet. Der Kapitalkostensatz des Value Added muss geringer sein, da der Ansatz der Eigenkapitalkosten entfällt. Der CVA unterscheidet sich am meisten von den anderen Konzepten, da hier das Augenmerk auf den Investitionen beruht. Die Bezeichnung Geschäftsvermögen für die Bruttoinvestitionsbasis wurde hier nur wegen der Vergleichbarkeit vorgenommen.

¹² Ebd., Seite 67 ff.

¹³ In Anlehnung Hostettler (2002), Seite 76.

2.1.2 Die Berechnung des Economic Value Added (EVA)

2.1.2.1 Berechnung des Net Operating Assets (NOA)

Wie bereits erwähnt ist der Ausgangspunkt für die Berechnung des NOA die Bilanz. Hierbei ist die Herausforderung darauf gerichtet betrieblich notwendiges Vermögen von nicht betriebsnotwendigen Vermögen herauszufiltern. Da es sich um Vermögen handelt ist für diese Betrachtung die Aktivseite der Bilanz von Bedeutung. Ausgangspunkt für die Berechnung ist die Bilanzsumme. Hierbei gibt es unterschiedliche Ansätze. Meist werden die Modifikationen an dem NOA in vier Bereiche eingeteilt. Der erste Bereich ist die Beschränkung auf die betriebliche Tätigkeit. Hierunter fallen sämtliche aktivierte Vermögensgegenstände welche nicht betriebsnotwenig sind. Darunter zählen zum einen die Anlagen im Bau. Angaben über die Anlagen im Bau findet man im Anlagenspiegel. Diese gehören nicht zu dem NOA, obwohl sie ja betriebsnotwendig sind, aber solange die Anlagen noch nicht vollständig sind erwirtschaften sie auch keine Erträge. Weiterhin gehören Wertpapiere nicht zum NOA. Zwar ist es möglich die Wertpapiere kurzfristig zu veräußern oder die Wertpapiere zu halten um damit später Investitionen zu finanzieren, jedoch erwirtschaften diese Wertpapiere keinen betrieblichen Gewinn. Die flüssigen Mittel, wie Bank und Kasse erwirtschaften zwar kein Gewinn, aber ohne diese flüssigen Mittel kann kein Unternehmen arbeiten, deshalb werden diese nicht abgezogen. Die Beteiligungen sollte man genauer betrachten. Auch wenn diese nicht direkt zur eigentlichen betrieblichen Tätigkeit gehören, kann es möglich sein, dass diese aber notwendig sind für die betriebliche Tätigkeit. Auch die außerordentlichen Erträge sind herauszurechnen. Hierbei handelt es sich zum Beispiel um Erträge aus dem Abgang von Vermögensgegenständen, da die Auflösung von betriebsnotwenigen Vermögen nicht zur üblichen Geschäftstätigkeit gehört. Der zweite Bereich beschäftigt sich mit den Finanzierungsmitteln, häufig wird hier der Begriff Funding Conversions verwendet. Darunter fallen vor allem unverzinsliche Verbindlichkeiten, wie Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (Vbl. L&L), erhaltene Anzahlungen und auch kurzfristige Rückstellungen. Diese unverzinslichen Verbindlichkeiten sind auf der Passivseite der Bilanz ausgewiesen. Der Abzug ist wichtig, da diese ein Teil des Vermögens finanziert haben, aber hierfür keine Kapitalkosten derzeit entstehen. Ein typisches Beispiel sind die Vorräte, diese werden als NOA angesehen, jedoch ihre Bezahlung kann spä-

ter erfolgen, diese Verbindlichkeiten findet man als Vbl. L&L. Zu den Funding Conversions gehören weiterhin Miet- und Leasingobjekte. Diese sind rechtlich gesehen kein Eigentum der Unternehmung, jedoch arbeitet die Unternehmung mit diesen Objekten, deshalb müssen diese aktiviert werden, jedoch die Abschreibungen dieser Objekte gehören nicht zum NOA. Der dritte Bereich sind die so genannten Shareholder Conversions. Hier sind vor allem Investitionsaufwendungen enthalten. Solche Aufwendungen findet man üblicherweise in der GuV. Aber Investitionen werden in den Bereichen getätigt wo das Unternehmen tätig ist und wird langfristig für den betrieblichen Erfolg notwendig sein. Deshalb gehören solche Aufwendungen zum NOA, aber die Abschreibungen auf Investitionen müssen abgezogen werden. Der vierte Bereich betrifft die ausgewiesenen Steuern auf der Aktivseite der Bilanz, wie beispielsweise die aktiven Latenten Steuern. Sie gehören nicht zum NOA. Es soll nochmals darauf hingewiesen werden, dass man sich nicht allein mit der Bilanz selbst beschäftigen kann. Um zu entscheiden was nicht betriebsnotwendig ist, benötigt man vor allem die Angaben aus dem Anhang.¹⁴

2.1.2.2 Berechnung des Net Operating Profit After Taxes (NOPAT)

Die Berechnung des Geschäftsergebnisses erfolgt über die GuV. Auch hier kann man die Abgrenzungen zwischen den GuV ausgewiesenen Gewinn und dem NOPAT wieder in vier Bereiche einteilen. Vor allem gehören wie bereits kurz erwähnt alle Aufwendungen und Erträge welche laut GuV unter Finanzergebnis fallen nicht mit zu dem NOPAT. Somit könnte man davon ausgehen, dass das betriebliche Ergebnis auch EBIT genannt, die Grundlage für das NOPAT ist. Man sollte jedoch auch in diesen Positionen kontrollieren, ob die Aufwendungen und Erträge auch wirklich der betrieblichen Tätigkeit entsprechen, wie beispielsweise Aufwendungen für Abschreiben auf nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenständen. Auch der Posten sonstige betriebliche Erträge sollte genauer bearbeitet werden. Eventuelle Miet- und Leasingaufwendungen, welche als Kosten in der GuV auftauchen, müssen wieder hinzugerechnet werden, da diese bereits als Geschäftsvermögen angesehen wurden. Das Ergebnis nach der Trennung der Positionen in betrieblich und nicht betrieblich wird als Net Operating Profit Before Taxes (NOBPT) bezeichnet. Davon müssen nun noch die Steuern abgezogen werden. Dies ist vor allem bei internationalen Unter-

¹⁴ Vgl. Weißenberger, E. Barbara (2007), Seite 264 ff.

nehmen für den Außenstehenden schwierig, da hier meist unterschiedliche Steuersätze enthalten sind. Für die Berechnung der Steuern ist das Ergebnis vor Steuern (EBT) die Ausgangsbasis. Aber das EBT beinhaltet auch das Finanzergebnis. Bei dem NOPAT werden aber die Steuern berücksichtigt die auf dem betrieblichen Ergebnis anfallen würden. Hierfür wird üblicherweise ein Durchschnittssteuersatz verwendet.¹⁵

2.1.2.3 Berechnung des Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Der Kapitalkostensatz beinhaltet wie schon erwähnt die Kosten für Eigen- und Fremdkapital. Bevor man jedoch die zwei Kosten gewichten kann muss erstmal jeweils der Kostensatz bestimmt werden. Die Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes erfolgt meist über das Capital Pricing Model (CAPM). Das Modell bezieht sich auf die Renditeerwartungen der Kapitalgeber. Dabei wird davon ausgegangen, dass die Kapitalgeber bestimmte Erwartungen an die Rendite eines Unternehmens haben. Diese Rendite teilt sich zum einen in die Renditeerwartung einer risikofreien Anlage, wie beispielsweise langjährige Staatsanleihen. Hinzu kommt noch die Marktrisikoprämie. Diese beinhaltet das Risiko beziehungsweise die Mehrerwartung an die Rendite. Ein Kapitalgeber könnte auch in eine risikoärmere Anlage investieren als in ein Unternehmen. Die so genannte Risikoprämie wird zudem noch mit einem Betafaktor multipliziert. Dieser Betafaktor begründet sich damit, da nicht jedes Unternehmen ein gleiches Risiko beinhaltet. Traditionsreiche größere Unternehmen haben bekanntlich weniger Risiko als jüngere Unternehmen welche in neuen Technologien arbeiten. Diese Faktoren bestimmen den Eigenkapitalkostensatz. Die Ermittlung des Fremdkapitalkostensatzes ist für das Unternehmen leichter. Hierbei werden einfach die durchschnittlichen Zinssätze der verzinslichen Verbindlichkeiten, wie beispielsweise Bankdarlehn angenommen. Jedoch kann der Kapitalkostensatz aufgrund der Basel II-Regelungen auch wie der Eigenkapitalkostensatz bestimmt werden. Hierbei geht man auch von einem Zinssatz für eine risikofreie Anlage aus. Darauf wird ein Risikozuschlag addiert. Dieser Risikozuschlag hängt sehr von den Ratings der Unternehmen ab. Nachdem man Zinssätze addiert hat muss man davon noch den so genannten Steuereffekt abziehen. Dies ist notwendig, da die Zinsen für Fremdkapital Aufwand darstellen und somit den Gewinn schmälern. Nachdem man beide Kapital-

¹⁵ Ebd., Seite 264 ff.

kostensätze ermittelt hat, gewichtet man diese anhand ihres Marktwertes. Somit erhält man den gewichteten Kapitalkostensatz.¹⁶

2.1.3 Die Anwendung des Economic Value Added

2.1.3.1 EVA als Unternehmensbewertung

Der Unternehmenswert nach EVA besteht aus dem NOA und dem Market Value Added (MVA). Der MVA besteht aus den zukünftigen erwarteten Übergewinnen, welche abgezinst werden oder vereinfacht ist es der Geschäftsmehrwert der betrieblichen Tätigkeit. Der MVA lässt sich zukunftsorientiert und vergangenheitsorientiert berechnen. Bei der zukunftsorientierten Methode berechnet man zunächst den MVA ex ante. Die Berechnung für den MVA ex ante erfolgt später am Beispiel der Metro AG. Nach der Bestimmung des MVA ex ante bestimmt man das betrieblich gebundene Vermögen, welches dem NOA entspricht. Zudem gehört zu der Unternehmensbewertung noch das nicht betriebliche Vermögen. Hierbei ist darauf zu achten, dass diese zu Marktwerten aufgenommen werden müssen und es keine Rolle spielt ob diese Vermögensgegenstände aktiviert oder nicht aktiviert sind. Als letztes müssen noch die Drittverbindlichkeiten bewertet werden. Hierunter fallen alle zinstragenden Verbindlichkeiten, die Minderheitenanteile am Eigenkapital, allgemeine Rückstellungen, Pensionsrückstellungen, sowie latente Steuern. Meist wird auch von einer Nettoschuld gesprochen. Die Nettoschuld entspricht der Summe aus dem nicht betrieblichen Vermögen und den Drittverbindlichkeiten. Addiert man dann den MVA ex ante, das NOA und die Nettoschuld zusammen erhält man die theoretische Kapitalisierung. Stellt man dann die tatsächliche Kapitalisierung gegenüber erkennt man das Bewertungspotential. Die tatsächliche Kapitalisierung entspricht dem gesamten Wert aller Aktien. Jedoch kann man die beiden Kapitalisierungsmethoden nur bedingt vergleichen, da wie schon mehrfach erwähnt sind die Aktienkurse auch von anderen Bedingungen abhängig als von den Unternehmenszahlen.¹⁷

¹⁶ Ebd., Seite 294 ff.

¹⁷ Vgl. Hostettler, Stephan (2002), Seite 180 ff.

2.1.3.2 EVA als Performancemessung

Die Unternehmensbewertung soll aufzeigen wie viel Wert das Unternehmen hat. Die Performancemessung ist hingegen eine Vergleichsmöglichkeit gegenüber anderen Unternehmen. Jedoch muss auch hier angemerkt werden, dass es sich um eine reine finanzielle Betrachtung handelt. Andere Werte wie beispielsweise das Image des Unternehmens sind auch hier ausgeklammert. Hierbei gibt es zwei Betrachtungsmöglichkeiten. Man kann die Performancemessung mit Einbezug der Aktien oder ohne die Aktien durchführen. Der Einbezug der Aktien hat den Vorteil, dass Aktienwerte täglich aktuell verfügbar sind. Die Bewertung des Shareholder Value anhand von Aktienwerten ist nur gering aussagefähig, da wie schon besprochen es auf die Umwelt des Unternehmens ankommt. Schließt man die Aktienbewertung aus greift man auf das Rechnungswesen der Unternehmen zurück. Möchte man jedoch Vergangenheitsorientiert wissen wie hoch der Shareholder Value in einem Zeitraum war, lässt sich das anhand der Aktienrendite berechnen. Da die Aktienrendite eine Prozentangabe ist, ist auch der Vergleich unterschiedlicher Unternehmensgrößen möglich. Die Aktienrendite lässt sich schnell und einfach berechnen indem man den Anfangskurs, den Schlusskurs und die Dividende addiert und diese Summe durch den Anfangskurs dividiert. Eine weitere Möglichkeit ist die Berechnung des MVA ex post. Auf diese wird hier verzichtet, da eine solche Berechnung im praktischen Teil erläutert wird. Die Performancemessung anhand vom EVA greift auf unterschiedliche Kennzahlen zurück, auch diese Erläuterung und Berechnung findet im praktischen Teil dieser Arbeit statt. Bei der Performancemessung anhand des EVA werden vier Qualitätsmerkmale aus der Investorensicht berücksichtigt. Diese Qualitätsmerkmale sind die Liquidität am Kapitalmarkt, die risikogerechte Verzinsung des eingesetzten Kapitals, der Aktionärsmehrwert, sowie die Attraktivität des Unternehmenswachstums. Alle Merkmale beruhen auf dem EVA der Unternehmen. Die Voraussetzung liegt dabei das die Unternehmen auch mit dem EVA arbeiten. ¹⁸

2.1.3.3 EVA als Anreizsystem

Eine gute Möglichkeit EVA in Unternehmen einzuführen ist ein Bonussystem auf Basis von EVA zu erstellen. Der EVA drückt den Unternehmensübergewinn aus,

¹⁸ Ebd., Seite 231 ff.

jedoch lohnt es sich für das Management und auch die Belegschaft erst, wenn Sie an dem Übergewinn beteiligt werden. Die Einführung eines EVA- Bonussystem hat zudem den Vorteil, dass die Entlohnung direkt am gewünschten Ergebnis gekoppelt, das Ziel selbst beeinflussbar und langfristiges denken und handeln im Interesse des Unternehmens ist, sowie eine einheitliche Kommunikation im Unternehmen dadurch entsteht. Gegenüber den traditionellen Bonussystemen gibt es bei dem auf EVA basierenden System keine Ober- und Untergrenzen. Üblich ist das bei einer bestimmten Zielerreichung ein Bonus gezahlt wird. Hier ist es unerheblich wie weit man das vereinbarte Ziel übertrifft, oder falls das vereinbarte Ziel nicht erreicht wird bleibt der Bonus aus. Beim EVA- Anreizsystem gibt es solche Grenzen nicht. Zum einen soll der Bonus den größten Teil des Gehaltes ausmachen, somit hat man eine Erziehungsfunktion und zum anderen ist auch ein negativer Bonus möglich oder bei großer Zielüberschreitung steigt der Bonus. Damit es möglich ist langfristige Ziele zu erreichen wird eine Bonusbank eingeführt. Negative Boni werden genauso darauf verbucht wie überschreitende Boni. Somit kann jährlich ein gleicher Betrag ausgezahlt werden und eventuelle negative Beträge werden mit dem überschreiten eines bestimmten Bonusbetrages ausgeglichen. Sobald auf der Bonusbank ein bestimmter Betrag erreicht wird, wird der darüber hinaus angesparte Bonus auch ausgezahlt. Beschließt das Management das Unternehmen zu erweitern, kann es sein das der EVA erstmals sinkt, aber langfristig gesehen steigt der EVA. Durch die Bonusbank kann der Blick auf langfristige Ziele geschärft werden. Die Vergütung auf EVA-Basis erfolgt dabei linear. Wenn die vereinbarte Zielvorgabe für das Management beispielsweise ein Delta von fünf Millionen Euro erreicht bekommt das Management einen Bonus von einer halben Million Euro. Somit beträgt der Bonus in diesem Beispiel zehn Prozent vom EVA. Steigt das Delta auf sechs Millionen Euro so bekommt das Management ein Bonus von 0,6 Millionen Euro. Wird das Ziel jedoch unterschritten und das Delta EVA beträgt lediglich vier Millionen Euro, so ergibt sich für das Management ein negativer Bonus von 0,1 Millionen Euro. Wichtig ist hierbei, dass die Zielvorgaben realistisch sind und mit dem Management abgestimmt werden.¹⁹

¹⁹ Ehrbar, Al (1999), Seite 107 ff.

2.2 *Praktischer Teil*

2.2.1 Geschichte, Einblick und Aufbau der Metro AG

2.2.1.1 Gründung der Metro AG

Die heutige Metro AG als Obergesellschaft der Metro Group entstammt einer Verschmelzung von der Mehrheitsgesellschafterin Metro Vermögensverwaltung GmbH & Co. KG mit Sitz in Düsseldorf, den Mehrheitsbeteiligungen an Asko Deutsche Kaufhaus AG mit ihrer Tochter Gesellschaft Deutsche SB Kauf AG und der Kaufhof Holding AG. Die Aktiengesellschaft Metro AG mit dem Sitz in Düsseldorf wurde am 14. März 1996 rückwirkend zum 01.01.1996 gegründet. Die Aktien der heutigen Metro AG sind seit dem 25.07.1996 im Deutschen Aktien Index gelistet.²⁰

2.2.1.1.1 *Metro Cash & Carry*

Die Metro Cash & Carry ist der wichtigste Geschäftsbereich der heutigen METRO Group. 1964 wurde der erste Selbstbedienungsgroßmarkt in Mühlheim an der Ruhr eröffnet. Bereits vier Jahre später wurde in Amsterdam der erste Selbstbedienungsgroßmarkt unter dem Banner „Makro“ eröffnet. Dessen Primärkundenkreis, vor allem Großkunden und Kleinunternehmer, wie beispielsweise Kioskbetreiber, Restaurants und kleine Lebensmitteleinzelhändler sind. Aufgrund der langen Öffnungszeiten passte sich die Metro an den Öffnungszeiten seiner eigenen Kunden an, diese konnten nach eigenem Ladenschluss ihren Einkauf erledigen.²¹

2.2.1.1.2 *Die Kaufhof Holding AG*

Die Kaufhaus Holding AG blickt auf eine lange historische Geschichte zurück. 1879 eröffnete der Kaufmann Leonhard Tietz in Stralsund sein erstes kleines Textilgeschäft. Bereits 1905 wandelte Tietz sein Unternehmen als Aktiengesellschaft um. Das Unternehmen expandierte rasch und so wurde zum Beispiel am 23.10.1913 ein

²⁰ Vgl. Unternehmenshomepage der Metro Group, Geschichte.

²¹ Vgl. Unternehmenshomepage der Metro Group, Metro Cash & Carry.

Warenhaus in Chemnitz eröffnet. Dies wurde jedoch bereits im November 1938 geschlossen.²² Im zweiten Weltkrieg wurde die jüdische Firma zwangsenteignet und umbenannt in die Westdeutsche Kaufhof AG. In der Nachkriegszeit expandierte das Unternehmen in der BRD und wurde umbenannt in Kaufhaus AG. 1991 erwarb die Kaufhof AG das ehemalige Gebäude in Chemnitz zurück.²³ Durch den Zusammenschluss mit der Horten AG wurde die Kaufhof Holding AG gegründet und das Warenhausgeschäft ausgegliedert in die Kaufhof Warenhaus AG. Nachdem Kaufhof die Mehrheit an der Horten AG erworben hatte, wurde das Galeria- Konzept von Horten überarbeitet.²⁴

2.2.1.1.3 Deutschen SB Kauf AG

Die Deutsche SB Kauf AG ist ein Überbleibsel der ehemaligen co op AG. Die co op AG war ein Zusammenschluss verschiedener westdeutscher Konsumgenossenschaften und wurde 1989 zerschlagen. Dieser, auch in der Öffentlichkeit sehr präsente Konkurs, ging als bis dahin größter Wirtschaftsskandal in die Geschichte ein. Der angebliche bilanziell verschuldete Konzern wurde stückweise veräußert. Der Kern der co op AG wurde an die Asko Deutsche Kauf AG veräußert und ging 1996 mit in die Metro AG ein.²⁵

2.2.1.1.4 Asko Deutsche Kaufhaus AG

„Die Asko Lebensmittelfilial- und Kaufhaus AG wurde 1880 als Saarbrücker Eisenbahn- Konsumverein gegründet.²⁶ 1977 firmierte sie sich in Asko Deutsche Kaufhaus AG um. Ein Jahr später gründete die Asko die Praktiker Bau- und Heimwerkmarkt GmbH. Jedoch erst 1979 wurden die ersten vier Praktiker in Deutschland eröffnet. 1982 kaufte die Asko von Wolfgang Adler die Adler GmbH.²⁷ Fünf Jahre danach wurde die Schaper Gruppe in die Asko eingegliedert. Zu der Schaper Gruppe gehörten der extra- Verbrauchermarkt, C+C Schaper und der Möbel Unger. Der erste C+C Schaper Markt wurde 1959 eröffnet. 1973 werden dann die ersten Extra-

²² Vgl. Geschichte des Kaufhauses.

²³ Ebd.

²⁴ Vgl. Unternehmenshomepage der Galeria Kaufhof, Geschichte.

²⁵ Vgl. Bernd Otto (1996).

²⁶ Vgl. HWPB Historisches Wertpapierhaus AG.

²⁷ Vgl. Adler Porträt.

Discountmärkte eröffnet. Durch die Übernahme 1987/88 wurden extra, tipp und C+C Schaper in die Deutsche SB Kauf eingegliedert.²⁸ Bereits 1875 eröffnet Friedrich Unger in Blankenburg am Harz sein erstes Möbelhaus Unger.²⁹ Die Eingliederung in die Schaper- Gruppe erfolgte zum 01.01.1986.³⁰

2.2.1.2 Zu- und Verkäufe der Metro AG

Bei der Verschmelzung der Metro Cash & Carry mit der Kaufhof Holding AG, der Deutschen SB Kauf AG und der Asko Deutsche Kaufhaus AG wurden alle 26 Unternehmen in 14 Sparten aufgeteilt.³¹

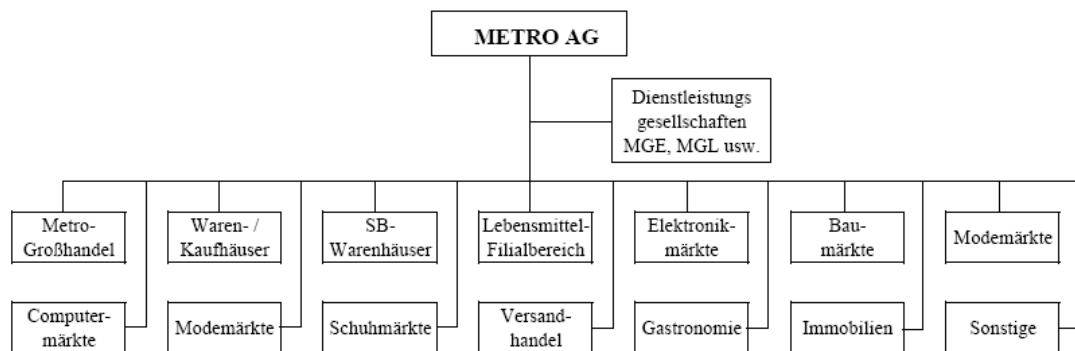


Abbildung 4: Organigramm der Metro AG 1996³²

Bereits ein Jahr später wurden die Möbel- Unger- Gruppe und die Oppermann-Gruppe verkauft und die restlichen Aktivitäten der Sparten unter „Sonstige“ erfasst.³³ Somit reduzierten sich die Sparten auf noch 13 operative Geschäftsbereiche. Die Sparte „Baumärkte“ erweiterte sich zum 01.10.1997 durch die Übernahme von Wirichs durch Praktiker.³⁴ Das C+C Schaper Geschäft wurde zum 01.01.1997 in die Sparte Metro-Großhandel eingebracht. Auch fand eine Umstrukturierung von zehn Standorten der Sparte SB-Warenhäuser an die Sparte Verbrauchermärkte statt.³⁵ Die Makro Gruppe wird zum 01.01.1998 übernommen und in die Sparte Metro-

²⁸ Vgl. Unternehmenshomepage von C+C Schaper.

²⁹ Vgl. Unternehmenshomepage von Möbel Unger, Geschichte 1875.

³⁰ Vgl. Unternehmenshomepage von Möbel Unger, Geschichte 1886.

³¹ Vgl. Geschäftsbericht 1996 (1997), Seite 7.

³² Ebd. Seite 7.

³³ Vgl. Geschäftsbericht 1997 (1998) Seite 52.

³⁴ Ebd., Seite 8.

³⁵ Ebd., Seite 11.

Großhandel eingerechnet.³⁶ Im Zuge der Umstrukturierung 1998 auf vier Kerngeschäftsfelder wurden die Sparten „Computermärkte“, „Modemärkte“, „Schuhmärkte“, „Discountmärkte“ und „Immobilien“, sowie die Kaufhalle auf die Divaco übertragen und die Sparte „Gastronomie“ in die Sparte „Sonstige“ übernommen.³⁷ Das Unternehmen Divaco AG & Co. KG ist eine Beteiligungsgesellschaft der Metro Group, der deutschen Bank und des Gerling Konzerns. Divaco wurde 1998 gegründet um Unternehmen der Metro AG die nicht in das Kerngeschäft gehören zu verwerten.³⁸ Um die Sparte „Verbrauchermärkte“ konkurrenzfähig zu machen, verkaufte Extra im selben Jahr seine Extra-Baummärkte an Praktiker und es wurden 18 Kriegbaum- Verbraucher- Märkte in die Sparte aufgenommen. Weitere 20 SB-Warenhäuser der Kriegbaum- Gruppe und 94 SB- Warenhäuser der Allkauf- Gruppe wurden von Real übernommen um die Marktführerschaft der Sparte „SB-Warenhäuser“ weiter auszubauen.³⁹ Durch die Neu- und Umstrukturierung besaß die Metro AG 1999 ihre vier Kerngeschäftsfelder bestehend aus Metro Cash & Carry, Lebensmittel-Einzelhandel, Nonfood-Fachmärkte und Warenhäuser. Eine neue Sparte „E-Business“ wurde 2000 gegründet, aber bereits ein Jahr später wurde diese in die Querschnittsgesellschaften gegliedert, um eine bessere Unterstützung aller Kerngeschäftsfelder zu garantieren. 2004 trennte sich die Metro AG von der Divaco und kaufte im selben Moment das Unternehmen Adler zurück.⁴⁰ Mit den Börsengang von Praktiker 2005 trennte sich die Metro AG von 53 Prozent ihrer Anteile an Praktiker und den von der Praktiker Bau- und Heimwerkermärkte Holding AG genutzten Immobilien, welche im Besitz der Metro AG waren.⁴¹ Mit Wirkung vom 01.07.2008 wurde die Vertriebsmarke Extra an die Rewe Group veräußert.⁴² Am 13.02.2009 teilt die Metro mit, dass Sie Adler mit Wirkung zum 01.01.2009 an die Beteiligungsgesellschaft BluO verkauft.⁴³ Somit verschlankte sich die Metro AG innerhalb der letzten zwölf Jahre auf vier ertragsträchtige Kerngeschäftsfelder, welche durch die gebündelten Querschnittsgesellschaften optimal unterstützt werden.

³⁶ Ebd., Seite 17.

³⁷ Vgl. Geschäftsbericht 1999 (2000), Seite 10 ff.

³⁸ Vgl. Manager Magazin: Heft 05/2006.

³⁹ Vgl. Geschäftsbericht 1999 (2000), Seite 29.

⁴⁰ Vgl. Unternehmenshomepage der Metro, Pressemitteilung vom 22.01.2004.

⁴¹ Vgl. Geschäftsbericht 2005 (2006), Seite 144.

⁴² Vgl. Geschäftsbericht 2008. (2009), Seite 68.

⁴³ Vgl. Unternehmenshomepage der Metro, Pressemitteilung vom 13.02.2009.

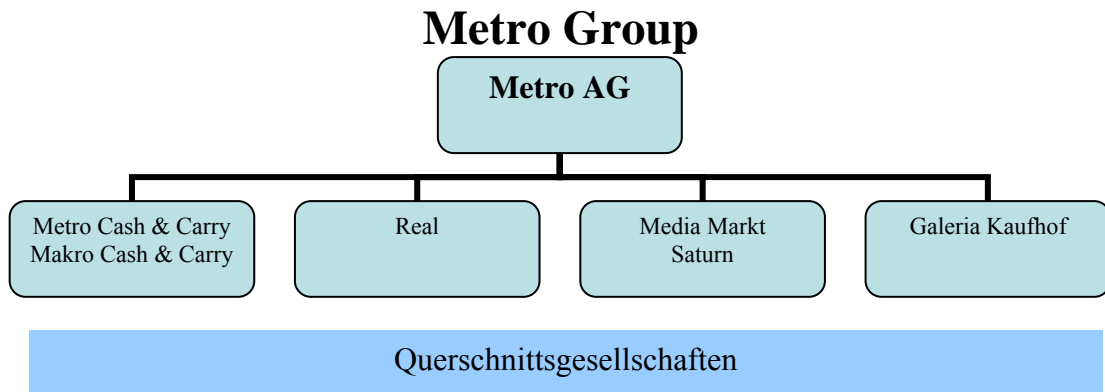


Abbildung 5: Kerngeschäftsfelder der Metro Group⁴⁴

Noch im Juni dieses Jahres plante die Metro AG circa 60 Karstadt- Standorte zu übernehmen und diese mit ihren eigenen Kaufhofhäusern in der Deutschen Warenhaus AG zu verschmelzen.⁴⁵ Aber durch das lange zögern der Arcandor AG ist die Metro laut Handelsblatt als Käufer abgesprungen und plant derzeit selbst den Verkauf von Galeria Kaufhof. Die Vertriebspartei ist zwar erfolgreich, aber passt nicht in das Internationalisierungskonzept der Metro AG.⁴⁶

2.2.1.3 Die heutigen Vertriebsmarken der Metro AG

Derzeit ist die Metro Group in vier Kerngeschäftsfeldern tätig. Diese bestehen aus fünf Vertriebsmarken. Unterstützt werden die Kerngeschäftsfelder von den sechs Querschnittsgesellschaften. Die Querschnittsgesellschaften bestehend aus Einkauf, Logistik, Informatik, Business Solutions, Werbung, Immobilien und Rechnungslegung sind die Schnittstellen der Metro Group. Hiermit sollen Leistungen gebündelt, Kosten gesenkt und Synergien genutzt werden.⁴⁷ In diesem Abschnitt werden die einzelnen Vertriebsmarken kurz vorgestellt um spätere Berechnungen und Prognosen darauf zu stützen. Da die Querschnittsgesellschaften unterstützende Funktionen besitzen werden diese nicht näher erläutert. Auf die Aufgaben dieser Gesellschaften wird an bestimmten Stellen hingewiesen.

⁴⁴ Vgl. Geschäftsbericht 2008 (2009), Seite 68.

⁴⁵ Vgl. Artikel der FAZ Finance.Net, Metro drängt bei geplanter Übernahme von Karstadt zur Eile.

⁴⁶ Vgl. Artikel von Der Aktionär Online, Arcandor: Metro will nicht mehr.

⁴⁷ Vgl. Unternehmenshomepage der Metro Group, Querschnittsgesellschaften.

2.2.1.3.1 Metro Cash & Carry

Die Metro Cash & Carry ist der wichtigste Wachstumstreiber der Metro AG und international der führende Selbstbedienungsgroßhandel. Zu dieser Vertriebsmarke wird auch die Makro Cash & Carry, sowie C+C Schaper hinzugezählt. Derzeit ist diese Vertriebsmarke in 29 Ländern mit 661 Standorten vertreten. Mehr als 113.000 Mitarbeiter auf Vollzeitbasis stehen Ihren gewerblichen Kunden täglich zur Verfügung. Das Warenangebot umfasst derzeit circa 20.000 Food-Artikel und circa 30.000 Non-food-Artikel.⁴⁸ Den Kern des Vertriebskonzeptes bilden drei Marktformate. Hinzu kommen noch regionale Produkte um auf die individuellen Kundenbedürfnisse einzugehen. Selbst die Marktgröße ist den unterschiedlichen Gegebenheiten der Länder angepasst. So hat beispielsweise in Frankreich die Ladenfläche höchstens 4.000 Quadratmeter.⁴⁹

2.2.1.3.2 Real

Real schärfte mit einer umfangreichen Werbekampagne Anfang 2008 sein Profil. Es gibt fast keinen Bürger in Deutschland der nicht den Slogan „Einmal hin. Alles drin.“ kennt. Die Vertriebsmarke soll den Marktsektor der großflächigen SB-Warenhäuser für Privatkunden abdecken. Dabei wird vor allem auf ein vielfältiges Lebensmittelangebot gesetzt, welches durch ein kleineres attraktives Nonfood- Sortiment ergänzt wird. Real ist in fünf Länder mit insgesamt 437 Standorten vertreten.⁵⁰ Wobei allein in Deutschland 343 der SB- Warenhäuser sind. Auch bei dieser Vertriebsmarke steht die Kundenorientierung an erster Stelle. Um alle Kunden bestmöglichst mit Ihren individuellen Bedürfnissen abzudecken verkauft Real seit Herbst 2008 erstmals Produkte unter eigenen Namen. „Real Quality“ steht für sehr gute Qualität, welche mit führenden Herstellern vergleichbar ist, jedoch im Preis spürbar günstiger sind. Die bisherige Eigenmarke „Grünes Land“ wird komplett auf „Real Bio“ umgestellt. Die Marke „Real Selection“ steht für Produkte, welche in der Qualität und im Geschmack vergleichbar mit Premiummarken sind. Neben diesen drei neuen Marken wird aber auch weiterhin die bekannte Eigenmarke „Tip“ für preisgünstige Produkte stehen. Real setzt das Konzept Tradition mit Moderne erfolgreich um. Seit dem

⁴⁸ Vgl. Unternehmenshomepage der Metro Group, Metro Cash & Carry.

⁴⁹ Vgl. Geschäftsbericht 2008 (2009), Seite 46 ff.

⁵⁰ Vgl. Unternehmenshomepage der Metro Group, Real.

Sommer 2008 setzt Real auch auf Qualität und Frische und möchte in Ihren Märkten eine authentische Metzger-Atmosphäre im Bereich Wurst und Fleisch schaffen.⁵¹ Um auf im schwierigen Marktumfeld sich zu behaupten, hat Real eine Kundenanalysen durchgeführt. Hierbei wurden zehn Kundengruppen identifiziert und analysiert, deshalb hat Real nochmals ihre Produkte im Preis gesenkt.⁵²

2.2.1.3.3 *Media Markt und Saturn*

Deutschlands und Europas Nummer eins in der Elektrofachmarktbranche ist Media Markt. Diese Vertriebsmarke steht für kontinuierliche Tiefstpreise und einmaliger Sortimentsbreite für die neusten Markenprodukte im Bereich Elektronik und ist vor allem in der Stadtnähe zu finden, jedoch nie direkt innerstädtisch. Dies beruht darauf, dass die Kunden keine Probleme mit Parkplätzen haben sollen und so entspannt einkaufen können, ohne auf die Parkdauer zu achten. Auch wird auf eine individuelle Sortimentsgestaltung anhand der Kundenstruktur geachtet. Derzeit ist Media Markt in 14 Ländern mit 564 Standorten vertreten.⁵³ Im Gegensatz dazu ist Saturn meistens in attraktivem Innenstadtnähe zu finden und steht vor allem für kompetente Kundenberatung. Saturn ist in der Metro Group der Spezialist für alle Elektronikbereiche. Hierfür achtet Saturn darauf qualifiziertes Personal einzustellen und zu halten um ein umfassendes Serviceangebot für Ihre Kunden zu gestalten. Saturn ist in zwölf Ländern mit 233 Standorten vertreten. Aufgrund der unterschiedlichen Konzepte ist es möglich dass beide Marken an einem Standort vertreten sind, wie beispielsweise im Chemnitz Center.⁵⁴

2.2.1.3.4 *Galeria Kaufhof*

Die Vertriebsmarke Galeria Kaufhof soll den innerstädtischen Einzelhandel abdecken. Galeria Kaufhof zählt als Innovationsführer im Bereich der deutschen Warenhäuser und bietet vor allem hochwertige Produkte und internationale Marken im Bereich Bekleidung, aber auch die Bereiche Schmuck, Drogerie, Parfümerie und Delikatessen sind vertreten. Als Geschäftskonzept wird hier besonders darauf geachtet

⁵¹ Ebd., Seite 48 ff.

⁵² Vgl. Unternehmenshomepage der Metro Group, Real.

⁵³ Vgl. Unternehmenshomepage der Metro Group, Media Markt.

⁵⁴ Vgl. Unternehmenshomepage der Metro Group, Saturn.

sich als moderner Lifestyleanbieter zu verkaufen. Die verschiedenen Bereiche werden übersichtlich und klar gegliedert und in einzelnen Warenwelten präsentiert. In diesen Warenwelten sind wiederum zahlreiche einzelne Markenshops. Hier soll der Einkauf für Jedermann ein Erlebnis werden. In allen Bereichen stehen qualifizierte Mitarbeiter freundlich für die Beratung zur Verfügung. Galeria Kaufhof ist in Belgien und Deutschland mit insgesamt 141 Standorten vertreten.⁵⁵

2.2.1.4 Strategie der Metro Group

Seit Anfang 2009 wurde die Strategie der Metro Group unter den Namen „Shape 2012“ neu ausgerichtet. Diese Strategie basiert auf Wachstumsdynamik, höchstmögliche Kundenorientierung, Kostenreduzierung und Ergebnisverbesserung. Daraus entwickelte sich das neue Leitmotiv: „So dezentral wie möglich, so zentral wie nötig“. Diese Strategie besteht aus fünf einzelnen Aufgaben die bis 2012 konzerntweit durchgesetzt werden sollen. Eine Aufgabe ist es die bisher zentralen Entscheidungskompetenzen zu dezentralisieren. So erhalten auch die Ländergesellschaften mehr Entscheidungsfreiheit und können somit besser auf die länderspezifischen Kundenwünsche reagieren. Bisher steuerte die Metro AG die Querschnittsgesellschaften in der neuen Strategie jedoch soll diese Aufgabe an die Vertriebsgesellschaften übergehen. Somit werden die Synergien der Querschnittsgesellschaften weiterhin genutzt, aber den Vertriebsgesellschaften obliegt jetzt die Führung. Um eine bestmögliche finanzielle Absicherung der Metro Group zu ermöglichen, werden die Bereiche Finanzen, Controlling, Audit und Compliance zentralisiert. Um die Metro Group transparenter zu machen ist die Querschnittsgesellschaft mit dem Verantwortungsbereich Immobilien seit Anfang 2009 ein eigenes separates Segment. Alle Vertriebslinien mieten künftig zu marktüblichen Preisen ihre Häuser von diesem Profitcenter. Die Renditevorgaben werden zentral festgelegt und operative Bereiche welche diese Vorgaben nicht erreichen werden restrukturiert oder veräußert. Mit dieser Strategie möchte die Metro Group transparenter und noch kundennäher werden. Weiterhin wird auch auf die Internationalisierung und die damit verbundene Expansion in den Vordergrund gestellt.⁵⁶

⁵⁵ Vgl. Unternehmenshomepage der Metro Group, Galeria Kaufhof.

⁵⁶ Vgl. 09 Profil der Metro Group (2009), Seite 28 ff.

2.2.2 Umstellung der Rechnungslegung vom Handelsgesetzbuch (HGB) auf die International Financial Reporting Standards (IFRS)

Die Metro AG erstellte 2000 erstmals Ihren Konzernabschluss nach den Vorschriften des International Accounting Standards Committee (IASC) um Ihre Berichte noch transparenter zu machen. Bei der Umstellung musste die Konzernbilanz von 1999 zum besseren Vergleich auch nach diesen Vorschriften aufgestellt werden. Somit ergibt sie die Gelegenheit die Zahlen aus dem Abschluss von 1999 nach HGB und die Zahlen für 1999 aus dem Abschluss 2000 nach IFRS (International Financial Reporting Standards) zu vergleichen und anhand der Metro AG diese Umstellung als praxisnahes Beispiel zu erläutern. Nachfolgend werden einzelnen größeren Abweichungen der Bilanzpositionen kurz erläutert, diese sind zur besseren Darstellung in der Anlage als Abbildung sechs „Bilanz 1999 nach HGB und IFRS“ rot markiert. Wie aus der Anlage ersichtlich ist, entstehen bei einer solchen Umstellung nicht nur kleine Differenzen in den Abschlüssen. Die Bilanzsumme von 1999 nach HGB betrug 18.982 Millionen Euro in der Konzernbilanz 2000 nach IFRS wird eine Bilanzsumme für 1999 mit 22.402 Millionen Euro ausgewiesen. So ergibt sich eine Bilanz-erhöhung von 3.420 Millionen Euro aus dieser Umstellung.⁵⁷

2.2.2.1 Das Anlagevermögen

Vergleicht man das Anlagevermögen nach HGB und nach IFRS so ergibt sich ein Unterschiedsbetrag von rund 2.600 Millionen Euro. Der sich wie folgt zusammensetzt:

Art	HGB	IAS	Unterschiedsbetrag
Geschäfts- und Firmenwerte		4.246	
Sonstige immaterielle Vermögenswerte		97	
Immaterielle Vermögenswerte	4.036	4343	307
Sachanlagen	3.920	6.267	2.347
Finanzanlagen	494	484	-10

Abbildung 7: Bilanzwerte in Millionen Euro⁵⁸

⁵⁷ Vgl. Geschäftsbericht 2000 (2001), sowie Geschäftsbericht 1999(2000).

⁵⁸ Ebd.

Aus der Aufstellung ist ersichtlich, dass in der Bilanz laut HGB die immateriellen Vermögensgegenstände zusammengefasst wurden. Eine detaillierte Zusammenstellung des Anlagevermögens ergibt sich einmal aus dem Konzernanhang 1999 und Punkt acht „Anlagevermögen“ und im Konzernanhang 2000 unter Punkt 15 „Anlagevermögen“. Aufgrund der Umstellung darf die Metro AG nun ihre selbsterstellte Software als „Sonstige immaterielle Vermögenswerte“ aktivieren und der Posten der „geleisteten Anzahlungen“ auf diese minimieren. Somit ergibt sich im Bereich der „sonstigen immateriellen Vermögenswerte“ lediglich ein Tausch von den Posten „Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte und ähnliche Rechte, sowie Lizenzen an solchen Rechten und Werten“ und „geleistete Anzahlungen“.⁵⁹ Die Erhöhung von 307 Millionen Euro bezieht sich auf den Posten „Geschäfts- und Firmenwerte“. Durch die zwingende Umstrukturierung nach IAS 22 wurde dieser Posten auf 218 Millionen Euro erhöht und durch die geänderte Abschreibungsmethode, welche rückwirkend zum 01.01.1996 stattfand, entstand eine weitere Erhöhung von 89 Millionen Euro.⁶⁰ Die Differenz von 2.347 Millionen Euro bei den Sachanlagen entstand größtenteils durch die geänderte Bewertung von Finanzierungsleasing und der Neubewertung von Vermögensgegenständen. Um stille Reserven aufzudecken ist es nach IAS gestattet, statt zu den ursprünglichen Anschaffungs- und Herstellungskosten das Sachanlagevermögen zu einem Neubewertungsbetrag anzusetzen. Dies empfiehlt sich insbesondere bei Grundstücken, da diese eher an Wert über die Jahre gewinnen und kaum eine Abnutzung stattfindet. Diese daraus entstandenen Wertsteigerungen werden ergebnisneutral in eine Neubewertungsrücklage gebucht, eventuelle Wertminderungen sind ergebniswirksam abzuschreiben. Hierfür muss jährlich auch ein sogenannter Impairment- Test durchgeführt werden, um zu verhindern, dass diese Sachanlagen zu hoch in den Bilanzen erscheinen. Es ist aber eher damit zu rechnen, dass durch die nachfolgenden Abschreibungen und den Impairment- Tests die Aufwendungen für Abschreibungen in den Folgejahren höher ausfallen als wie nach einer Bewertung nach HGB.⁶¹ Die Abwertung von zehn Millionen Euro im Bereich Finanzanlagen erfolgte durch die Umbewertung der Beteiligungen und Ausleihungen zum Barwert.

⁵⁹ Ebd., Seite 99 und Seite 62 ff.

⁶⁰ Ebd., Seite 87 und Seite 88.

⁶¹ Vgl. Marx, Stefan (2004), Seite 71ff.

2.2.2.2 Latente Steuern

Die Höhe der latenten Steuern im HGB und nach IFRS unterscheidet sich maßgeblich. Ein Grund ist hierfür, dass im HGB ein Aktivierungswahlrecht für aktive Steuerlatenzen besteht und laut IFRS eine Aktivierungspflicht gibt. Einer weiterer Grund sind die unterschiedlichen Konzepte. So dürfen im HGB nur zeitliche Differenzen berücksichtigt werden, während nach IFRS auch quasi-permanente Differenzen berücksichtigt werden. Vereinfacht sind Steuerlatenzen die Steuerunterschiede zwischen dem Gewinn nach dem Steuerrecht und dem der Bilanz. Ein gängiges Beispiel für das HGB ist das Wahlrecht für die Aktivierung von einem derivativen Firmenwert. Verzichtet das Unternehmen auf die Aktivierung, so wird dieser Wert sofort als Aufwand verbucht und schmälert damit den Gewinn. Laut deutschem Steuerrecht muss der derivative Firmenwert aktiviert und über 15 Jahre planmäßig abgeschrieben werden. Somit ist der anzusetzende steuerliche Gewinn höher. Die Steuerdifferenz, die aus den unterschiedlichen Gewinnen entsteht, könnte als aktive Rechnungsabgrenzung in der Handelsbilanz erscheinen. Die IFRS zielen vor allem darauf ab, dass Investoren sich auch ein Bild über zukünftige Steuererstattungen bzw. Steuerverbindlichkeiten machen können. Auch muss nach IFRS eine Aufschlüsselung der einzelnen Steuerlatenzen im Anhang erfolgen. Deshalb befindet sich erstmals im Geschäftsbericht 2000 im Konzernanhang bei der Metro AG ein gesonderter Ausweis aller Steuerlatenzen. Der größte Teil der Steuerlatenzen kommt aus der Umbewertung der Vermögensgegenstände durch die Rechnungslegungsumstellung. Die Neubewertung der Sachanlagen beispielsweise erhöhte die passiven Steuerlatenzen, da nach IFRS bei den Abschreibungen ein höherer Wert angesetzt wird als wie in der Steuerbilanz. Die Abschreibungen 1999 betragen laut HGB rund drei Millionen Euro⁶² und nach IFRS sind es 219 Millionen Euro.⁶³ In der Steuerbilanz darf auch weiterhin nur mit den fortgeführten Anschaffungs- und Herstellungskosten gearbeitet werden. Durch die Erhöhung der Verbindlichkeiten und Erhöhung der Rückstellungen erhöhten sich die aktiven latenten Steuern. Somit weist die Konzernbilanz aktive Steuerlatenzen in Höhe von rund eine Milliarde Euro auf, das bedeutet, dass durch die Erhöhung der Verbindlichkeiten und Rückstellungen die IFRS Ergebnis niedriger ist als das Steuerbilanz- Ergebnis.⁶⁴

⁶² Vgl. Geschäftsbericht 1999 (2000), Seite 20.

⁶³ Vgl. Geschäftsbericht 2000 (2001), Seite 82.

⁶⁴ Vgl. Wöltje, Jörg (2007), Seite 73 ff.

2.2.2.3 Verbindlichkeiten, Rückstellungen und passive Rechnungsabgrenzung

Der Begriff Verbindlichkeiten aus dem HGB und nach IFRS unterschieden sich maßgeblich. Im IFRS wird der Begriff Schulden (Liability) genutzt. Dieser umfasst nicht nur die Verbindlichkeiten, sondern auch die Rückstellungen und die passive Rechnungsabgrenzung. Zu den finanziellen Verbindlichkeiten zählen grundsätzlich sämtliche vertraglich geregelte Geldverbindlichkeiten, wie etwa Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten und Darlehnsverbindlichkeiten. Unter den Begriff sonstige Verbindlichkeiten fallen unter anderem passive Rechnungsabgrenzungsposten und erhaltene Anzahlungen, da diese keine Geldverbindlichkeiten sind, sondern eine Verpflichtung für die Bereitstellung von Gütern und Dienstleistungen darstellen. Auch die Steuerschulden werden als sonstige Verbindlichkeiten erfasst, da hier die vertragliche Vereinbarung fehlt. Vergleicht man die Bilanzen in der Anlage unter Abbildung sechs so erscheint es im ersten Moment als wäre es eine Erhöhung dieser drei rotmarkierten Passivposten nach IFRS. In der Anlage in der Abbildung acht „Verbindlichkeiten“ sind die einzelnen Positionen aufgeschlüsselt, daraus erkennt man, dass viele der Verbindlichkeiten welche nach HGB als solche bilanziert wurden, nach IFRS am Wert gesunken sind. Dies ergibt sich daraus das diese Verbindlichkeiten nach IFRS bei der Erstbewertung (welche rückwirkend zum Anfang der Entstehung der Verbindlichkeit vorgenommen wurde) mit den beizulegenden Zeitwert angesetzt und bei der Folgebewertung grundsätzlich mit den fortgeführten Anschaffungskosten bewertet wurden. Im HGB hingegen ergibt sich die Höhe der Verbindlichkeiten aus der Erstbewertung und auch der Folgebewertung nach der Rückzahlungshöhe. Die Erhöhung der Verbindlichkeiten nach IFRS entsteht durch weitere Bilanzierung von Schulden, welche im HGB nicht in der Bilanz ausgewiesen werden, dies betrifft insbesondere die Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing.⁶⁵ Im IFRS wird einmal unterschieden zwischen Finance Lease und Operating Lease. Da das Finanzierungsleasing passiviert wurde, ist es eine Art von Finance Lease. Bei diesem Leasing wird der Leasingnehmer als wirtschaftlicher Eigentümer angesehen. Der Leasingnehmer aktiviert das Leasingobjekt entweder zum beizulegenden Zeitwert bzw. zum Barwert der Leasingzahlungen. Gleichzeitig muss derselbe Betrag als Verbindlichkeit passiviert werden.⁶⁶ Die Metro AG gibt im Konzernanhang von 2000 unter den Sachanlagen an, dass sie Leasinggegenstände

⁶⁵ Ebd., Seite 300.

⁶⁶ Ebd., Seite 252.

im Sachanlagevermögen nach IAS 17 als Finance Lease besitzen. Im Wesentlichen betrifft es angemietete Gebäude mit einem Wert von 2.044 Millionen Euro. Die Abschreibung erfolgt über die Vertragsdauer welche eine Grundmietzeit zwischen 15 und 25 Jahren haben und eine Option haben diesen Vertrag noch einmal um fünf Jahre zu verlängern. Somit beträgt die Abschreibungsdauer zwischen 20 und 30 Jahre. Die zukünftigen Leasingraten werden als Zahlungsverpflichtungen passiviert.⁶⁷ Die Steuerrückstellung dürfen nach IFRS nicht mehr als Rückstellung erfasst werden, sondern ist wie der Posten „erhaltene Anzahlungen“ als sonstige Verbindlichkeiten zu bilanzieren. Die Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen haben sich wie in der Anlage unter Abbildung neun „Rückstellungen“ ersichtlich ist um 241 Millionen Euro erhöht. Dies liegt darin begründet, dass nach IAS 19.84 auch Annahmen über die zukünftigen Gehaltsentwicklungen unter Berücksichtigung von Inflation, Karrieretrends und Fluktuationen mit einberechnet werden müssen. Wie aus der Abbildung neun ersichtlich wird, sind die sonstigen Rückstellungen wesentlich kleiner gehalten als nach HGB. Dies liegt zum einen darin begründet, dass nach HGB eine niedrigere Grenze für die Wahrscheinlichkeit des Eintretens dieser Verbindlichkeit beruht oder das Unternehmen sogar gesetzlich verpflichtet ist eine Rückstellung zu bilden.⁶⁸ Der andere Grund sind die unterschiedlichen Sichtweisen nach den Grundsätzen der ordnungsgemäßen Buchführung (GoB) und IFRS. Für die GoB muss die Bilanz dem Gläubigerschutz dienen, also je mehr Rückstellungen für eventuelle Ereignisse, desto größer der Gläubigerschutz. Für die IFRS soll die Bilanz aber eine bessere Einsicht für die Investoren geben und somit dürfen nur Rückstellungen für Ereignisse gebildet werden, die eine Eintrittswahrscheinlichkeit über 50 Prozent haben.⁶⁹ Die Rechnungsabgrenzungsposten nach IFRS gehören ebenso zu den Schulden. In diesen Posten sind Sale- and –leasback- Transaktionen enthalten, genauso wie in der HGB Bilanz. Darüber hinaus enthält der Posten nach IFRS noch Abgrenzungen von Miet- und Leasingvorauszahlungen, Agios und andere Rechnungsabgrenzungsposten. Von den 393 Millionen Euro sind lediglich nur 52 Millionen Euro kurzfristig.⁷⁰

⁶⁷ Vgl. Geschäftsbericht 2000 (2001), Seite 101.

⁶⁸ Coenenberg, Adolf G. (2009), Seite 114 ff.

⁶⁹ Hommel, Michael, Wüstemann, Jens (2006), Seite 154 ff.

⁷⁰ Vgl. Geschäftsbericht 2000 (2001), Seite 114.

2.2.3 Der Economic Value Added in einem Handelsunternehmen

Die Metro AG hat sich vor allem aus dem Grund für die Kennzahl EVA entschieden, da diese Kennzahl für eine einheitliche einfache Unternehmenskommunikation steht. Hierbei soll das Verständnis dafür bei der gesamten Belegschaft und nicht nur bei dem Top- Management geschult sein. Auch ist es statistisch bewiesen, dass Aktionäre positiv auf die Einführung des EVA reagieren und die Aktienkurse allein mit der Mitteilung der Einführung steigen.⁷¹ Im Geschäftsbericht von 1998 wird erstmals die Einführung der zentralen Steuerungsgröße der wertorientierten Unternehmensführung EVA vorgestellt.⁷² Ein Pilotprojekt für die Einführung des EVA war Adler.⁷³ Jedoch wird Adler in diesem Jahr nicht mehr direkt bei der Metro AG erwähnt, da es zu diesem Zeitpunkt in die Divaco umstrukturiert wurde.⁷⁴ In dem Bericht „Analyse-
tentreffen“ von 2000 wurde der Zeitplan für die Implementierung von EVA vorgestellt. Das Projekt begann im April 1998 und als Pilotprojekt wurde Extra gewählt. Bereits ab 1999 wurden die Investitionsentscheidungen nach dem Prinzip von EVA entschieden. Die Einführung von EVA wurde weiter vorangetrieben und C&C, Real und Praktiker in Deutschland auf EVA umgestellt. Mit der Umstellung der Bilanzierung nach IFRS im Jahr 2000 kam die Einführung EVA bei C&C, Real und Praktiker im Ausland, die Warenhäuser und die Querschnittsgesellschaften. Laut Zeitplan sollte dann in 2001 die vollständige Umstellung auf EVA flächendeckend und dezentral in jeder Vertriebslinie und jeden Markt vollzogen sein. Die damalige Konzernstrategie ab 1999 war direkt auf EVA bezogen. Die Strategie war ausgerichtet auf die nachhaltige Wertsteigerung des Unternehmens. Als Führungsinstrument wurde EVA für die Leistungsmessung, für den operativen Entscheidungsprozess, für die Ressourcenplanung und als Vergütungssystem eingesetzt. Daraus sollte die Portfoliooptimierung, die Konzeptoptimierung und die Internationalisierung fortgesetzt werden. Hierbei entschied das Management anhand des EVA- Steuerungssystems den Verkauf von Einzelhandelsimmobilien, forcierte die internationale Expansion bei Cash & Carry und Media Markt und Cash & Carry sollte zudem in Südostasien wachsen. Weitere Entscheidungen waren die Einführung des weiterentwickelten Vertriebskonzepts von Cash & Carry, sowie die Repositionierung und den Aktienrückkauf von

⁷¹ Vgl. Ehrbar, Al (1999).

⁷² Vgl. Geschäftsbericht 1998 (1999), Seite 4.

⁷³ Vgl. Ehrbar, Al (1999), Seite 22.

⁷⁴ Vgl. Geschäftsbericht 1998 (1999), Seite 12.

Praktiker. Das langfristige Wertsteigerungspotential sah das Management in den Aufbau eines neuen Geschäftsfeldes E-Commerce.⁷⁵

2.2.3.1 Die Besonderheiten des EVA im Dienstleistungssektor

Die Anwendung des EVA ist in der Dienstleistungsbranche gar nicht so neu und trotz allem für viele unbekannt. Das liegt daran, dass kaum eine andere Kennzahl die Kapitalkosten, vor allem die für Eigenkapital so betont. Ein weiterer Grund ist die eingeschränkte Sichtweise der Dienstleistungsunternehmen, da viele zuerst an Restaurants, Versicherungen oder Banken denken. Jedoch umfasst der Dienstleistungssektor alle Geschäfte in den selber nichts produziert wird und auch keine natürlichen Ressourcen gewonnen werden. Die Telekommunikationsbranche ist übrigens eine der kapitalintensivsten der Dienstleistungsbranchen. Kapitalkosten fallen nicht nur bei der Errichtung von Maschinen, sondern auch im Handel an.⁷⁶ Die Aufwendungen für die verkauften Waren, sowie der Aufwendungen für Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe (RHB) ist auch der größte Teil der gebundenen Kapitalkosten bei der Metro AG. In der folgenden Tabelle werden die wichtigsten Faktoren der letzten fünf Jahre aufgezeigt und nachfolgend erläutert.

	2004	2005	2006	2007	2008
Umsatzerlöse	56.409	55.722	59.882	64.337	67.956
Einstandskosten der verkauften Waren	43.851	44.086	47.390	50.804	53.636
davon Aufwendungen für RHB und für bezogene Waren	43.701	43.905	47.232	50.637	53.548
Vorräte Handelswaren Food	1.704	1.844	1.895	2.009	2.026
Vorräte Handelswaren Noon-food	4.532	4.402	4.745	5.319	4.975
Verkaufsfläche (in 1.000 m²)	11.899	10.518	11.924	12.094	12.350
Standorte	2.445	2.171	2.378	2.221	2.195

Abbildung 10: Umsatzerlöse, Aufwendungen und Verkaufsfläche⁷⁷

⁷⁵ Vgl. Analystentreffen 2000 (2000), Seite 18.

⁷⁶ Vgl. Ehrbar, Al (1999), Seite 95ff.

⁷⁷ Eigene Abbildung.

Wie in der Tabelle ersichtlich ist, machen die Einstandskosten der verkauften Waren rund 80 Prozent der Umsatzerlöse aus und der größte Kostenanteil liegt bei den Aufwendungen für diese. Die Vorräte bezogen auf die Umsatzerlöse werden bei circa zehn bis elf Prozent gehalten. Dies zeigt wie viel Kapital allein im Bereich der Waren gebunden wird. Gerade deswegen sind die Querschnittsgesellschaften für die Metro AG von großer Bedeutung. Nur mit einem effektiven Einkauf und einer reibungslosen Logistik ist es möglich in den Bereich Einsparungen ersichtlich zu machen und auch umzusetzen. Ein weiterer wichtiger Faktor sind die Verkaufsflächen, hier fallen entweder Aufwendungen für Abschreibungen, Mietaufwendungen oder Leasingaufwendungen an. Auch dafür wird viel Kapital benötigt. Anders als in der Bilanzierung werden die Kosten bei dem EVA für Miet- und Leasingaufwendungen gleichgestellt, wie diese für selbstgenutzte Immobilien. Gleichzeitig wird durch diese Rechnungsanpassung auch berücksichtigt, dass solche langjährigen Mietverträge auch Marktaustrittsbarrieren darstellen und dadurch wird die weit verbreitete Bevorzugung von Mieten mitunter beseitigt. Es wird erstmals aufgezeigt, dass nicht nur eigene Immobilien Kapital binden. Durch ein effektives Immobilienmanagement können Einsparungsmöglichkeiten aufgezeigt werden. Vielleicht benötigt man gar nicht so viel eigene Verkaufsfläche um seine Waren zu präsentieren und könnte diese gewonnene Verkaufsfläche an Konzessionäre weitervermieten. Somit können aus einer effektiven genutzten Verkaufsfläche noch Mieterträge gewonnen werden, das eigene Angebot kann ohne Materialkosten ergänzt werden und mehr Kunden anziehen. Eine weitere wichtige Anpassung im Handel ist die Berücksichtigung von Rückstellungen für Mietunterdeckung, diese sollen übereilte kurzfristige Entscheidungen über die Schließung von unrentablen Märkten verhindern. Aber auch Wartungs- und Instandhaltungen werden beim EVA in der Dienstleistungsbranche nicht als einmalige Kosten angesehen, wie es der Fall in der GuV ist. Sondern sie werden aktiviert und über eine entsprechende Nutzungsdauer abgeschrieben. Diese Anpassung findet direkt auf der Marktebene statt und wird später auf der Konzernebene wieder eliminiert. Durch diese gleichmäßige gerechte Verteilung, scheut man nicht vor solchen Investitionen, da man mit den Kosten nicht einmalig belastet wird und so sein Jahresergebnis verringern würde oder gar durch unterlassen von dringend notwendigen Investitionen den Bereich sein Marktergebnis erhöht. Dies betrifft auch die

Restrukturisierungskosten für notwendige Sanierungen.⁷⁸ Um dieses Potential der Verkaufsflächen noch effektiver zu nutzen, wird erstmals ab 2009 im Segmentbericht die Sparte Immobilien gesondert ausgewiesen.⁷⁹ Ein weiterer großer Posten für gebundenes Kapital ist in der Dienstleistungsbranche die Marketingmaßnahmen. Mindestens einmal wöchentlich erhält jeder Haushalt allein schon in Deutschland die Werbeprospekte von sämtlichen Händlern. Manche Werbung ist zumindest bundesweit einheitlich, jedoch achtet man in der Metro Group auch darauf, dass Regionen bezogene Artikel angesprochen werden. Einer der größten Kostenfaktoren im Marketing sind die TV- Werbungen.⁸⁰ Bei der Berechnung des EVA werden auch die Kosten für Forschung- und Entwicklung nicht einmalig angesehen, sondern als Chance für zukünftige neue Gewinne. Die Forschungs- und Entwicklungskosten stellen Geschäftsvermögen dar. Für diesen Posten wird sehr viel Kapital benötigt, da solche Projekte über Jahre entwickelt werden und erst sehr viel später ertragswirksam werden.⁸¹ In der Metro Group wird die Forschung und Entwicklung unter den Begriff Advanced Retailing zusammengefasst. Um den Modernisierungsprozess im nationalen und internationalen Handel voran zu treiben, wurde hierfür eine eigene Strategie verfasst. Diese Initiativen sollen den Einkauf komfortabler, erlebnisreicher und informativer machen. Dies betrifft nicht nur neue Technologien, sondern auch die Entwicklungen von kundenorientierten Servicekonzepten. Hierfür arbeiten die Querschnittsgesellschaften MGI Metro Group Information Technology und MGS Group Solutions eng mit den Vertriebsgesellschaften zusammen. Denn diese sind direkt am Markt und bekommen die Kundenbedürfnisse und -wünsche mit. Zu diesen Zukunftsprojekten zählt beispielsweise die Future Store Initiative. Hier wird mit Partnern aus der Wissenschaft, der Konsumgüterindustrie und der IT- Branche die Gestaltung für die Zukunft des Handels erprobt. Allein die RFID- Technologie ermöglicht die Serviceangebote kundenorientiert zu optimieren und gleichzeitig für das Unternehmen Einsparungen in der Logistik und des Lagermanagements zu ermöglichen. Der neue Real Future Store im nordrhein-westfälischen Tönisvorst werden neue Wege der Kundenansprache und neue Sortimentsgestaltungen getestet. Welche bereits ab 2009 auf andere Märkte der Metro Group ausgeweitet werden sollen.⁸²

⁷⁸ Körber, Hans- Joachim (2006), Seite 209 ff.

⁷⁹ Geschäftsbericht 2008 (2009), Seite 120.

⁸⁰ Ebd., Seite 47 ff.

⁸¹ Ehrbahr, Al (1999), Seite 179.

⁸² Geschäftsbericht 2008 (2009), Seite 96 ff.

2.2.3.2 Adler - ein Pilotprojekt für die Einführung des EVA

Adler Modemärkte GmbH wurde 1960 als Familienunternehmen gegründet. Der Firmensitz wurde 1967 nach Hainbach verlegt und ist auch heute noch dort. Mit dem Fabrikverkauf im Jahre 1971 war die Geburtsstunde der Adler Modemärkte. Adler kam durch den Kauf 1982 von der Asko Deutsche Kaufhaus AG 1996 in die Metro AG.⁸³ Bereits 1998 wurde Adler an die Divaco veräußert, jedoch wurde Adler im Jahre 2005 wieder in den Metro Konzern eingekauft. Trotz allem begann im 1998 Adler als eines der Pilotprojekte für die Einführung von der wertorientierten Unternehmensführung. EVA sollte die ideale Ergänzung für die bereits eingeschlagene Zielrichtung werden und somit wurde im Frühjahr 1998 die Implementierung von EVA beschlossen. Der damalige Geschäftsführer Günther Schmitt diel übernahm persönlich die Leitung des Projektes. Innerhalb weniger Monate hatte Adler es geschafft ein klares nachvollziehbares Management- und auch Vergütungssystem auf Basis von EVA einzuführen. Dies ging sogar soweit, dass der EVA nicht nur für jeden Markt berechnet wurde, sondern für jede einzelne Warengruppe. Die variable Vergütung bestand ab da größtenteils aus der EVA- Performance. Weiterhin wurde erstmal jeder einzelne Markt mit dem Anteil an den Kosten des Gesamtunternehmens belastet. Damit sollte die Kostenverantwortung vollständig bei den Mitarbeitern liegen. Besonders wichtig war auch die Investitionsrechnung mit den Bezug auf EVA, da Adler sich das Ziel gesetzt hatte den Aufbau neuer Märkte zu fördern. Wie auch in vielen anderen Unternehmen, welche EVA eingeführt haben wurden selbstständig durch die verantwortlichen Mitarbeiter die geplanten Ziele erhöht. Aber wie bei jedem anderen Unternehmen auch musste bei Adler einige spezielle für das Unternehmen relevante Berechnungsanpassungen durchgeführt werden. Dies zeigt das EVA trotz klaren Verständnis eine intelligente Kennzahl ist, welche nicht einfach aus einem Lehrbuch übernommen wurden ist. Adler wollte vor allem den künftigen Wachstumsprozess unterstützen. Damit dieses Ziel auch erreicht werden konnte, wurden bei den neu eröffneten Märkten die Anlaufverluste als Teil der Investitionen aktiviert um einen besonders negativen EVA entgegenzuwirken. Diese Anpassung unterstützte auch die variable Vergütung, weil so sich die verantwortlichen Manager eher getrauten überlegt in neue Märkte zu gehen ohne das Sie dabei ihre Vergütungen einbüßen. Zum Ende des Jahres 1998 war die Implementierung abgeschlossen

⁸³ Vgl. Geschäftsberichte 1997 (1998), Seite 44.

und der geplante Börsengang wurde durch EVA sehr unterstützt.⁸⁴ Adler zeigt auch als ein Unternehmen, dass für EVA- Berechnung nicht ausschließlich die Rechnungslegungsvorschriften nach IFRS angewandt werden müssen, da diese erst 2004 bei Adler eingeführt wurden. Auch ist EVA keine einmalige Sache, sondern muss gelebt werden selbst 2006 in einem Interview für die Zeitschrift Controlling und Management wird die EVA- Performancemessung als wichtiges Controllinginstrument bei Adler erwähnt.⁸⁵

2.2.4 Grundlegende Kennzahlen für die Berechnung und Beurteilung des EVA der Metro AG

2.2.4.1 Gewinngrößen

In der Berechnung des Jahresüberschuss sind prinzipiell alle Aufwendungen und Erträge einer Periode enthalten. Jedoch ist es für Analysezwecke sinnvoll Aufwendungen oder Erträge, welche einmalig angefallen, außergewöhnlich oder nicht zahlungswirksam sind, zu bereinigen. Diese daraus entstehenden Kennzahlen werden als Pro- Forma- Ergebnisse bezeichnet. Eine solche Kennzahl ist das betriebliche Ergebnis, auch bekannt als Earnings Before Interest and Taxes (EBIT). Hierbei werden von Bruttoergebnis die sonstigen betrieblichen Erträge addiert und die Vertriebskosten, die Kosten der allgemeinen Verwaltung, sowie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen subtrahiert. Dieses Zwischenergebnis ist in der Praxis die häufigste Kennzahl für Analysezwecke. Das betriebliche EBIT ist aber auch für die Berechnung des Betriebsergebnisses wichtig, weiterhin ist die Kennzahl in der Unternehmensstrategie festgehalten. So wird mittelfristig mit einer Steigerung vor Sonderfaktoren in Höhe von acht Prozent gerechnet. Addiert man auf das EBIT noch die Firmenwertabschreibung erhält man das Ergebnis vor Finanzierung, Steuern und Abschreibungen, auch bekannt als Earnings Before Interest, Taxes and Amortization (EBITA). Darauf aufgebaut ist die Kennzahl Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA). Hier werden auf das EBITA noch die Abschreibungen auf Sachanlagen addiert. Das ausgewiesene EBITDA im Jahre 2008 war 3.453 Millionen Euro subtrahiert man davon die Belastungen aus der Straffung

⁸⁴ Ehrbahr, Al (1999), Seite 22 ff.

⁸⁵ Zayer, Eric (2006), Seite 74 ff.

des Real-Ladennetzes von 203 Millionen Euro und die Abschreibungen in Höhe von 1352 Millionen Euro erhält man das ausgewiesene EBIT. Hierbei ist zu achten, dass die Bereinigungen bei den Kennzahlen EBIT und EBITDA abweichen. Bei dem EBIT wird die Straffung des Real-Ladennetzes in Deutschland in Höhe von 237 Millionen Euro, wobei 224 Millionen Euro auf Real und 13 Millionen Euro auf die sonstigen Gesellschaften fallen, berücksichtigt. Bei den EBITDA werden dann nur noch die Belastungen in Höhe von 203 Millionen Euro berücksichtigt. Dies erfolgt aus der Tatsache, das Real eine Belastung in Höhe von 223 Millionen Euro und die Sonstigen eine Belastung von -20 Millionen Euro in dieser Berechnung aufweisen. Auf den EBITDA aufbauend ist die Kennzahl EBITDAR, wobei das R für Leasingkosten steht. Dies wird berechnet indem man die Mietaufwendungen mit den Miteinnahmen subtrahiert. Somit erhält man ein EBITDAR für 2008 in Höhe von 4.454 Millionen Euro.⁸⁶

2.2.4.2 Working Capital und Nettobetriebsvermögen

Die Bilanzen von 1999 bis 2001 wurden bei den Analystentreffen stets mit den Net Working Capital auch bekannt als Nettoumlaufvermögen ausgewertet. Ab 2002 stellte die Metro AG diese Kennzahl auf das Nettobetriebsvermögen um. Das Working Capital ist eine Kennzahl die schon bei Adam Smith eine Rolle spielte. Der Begriff Working Capital hat viele Übersetzungen. Am gängigsten ist die Unterscheidung zwischen Gross Working Capital, als gesamtes Umlaufvermögen und dem Net Working Capital, als Überschuss des Umlaufvermögens über das kurzfristige Fremdkapital. Für die Steigerung des Unternehmenswertes ist diese Betrachtung notwendig. Sie unterstützt die drei Führungsentscheidungen, wie Optimierung der operativen Prozesse, die Entscheidungen über die Investitionen und auch für die Finanzierung. Ein Beispiel hierbei wäre die Betrachtung der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen. Eine Erhöhung der Forderungen durch Kundenkredite steigert zum einen die Kennzahl und zum anderen bindet Sie Kunden. Ein solches Kundenbindungsprogramm ist das Payback- Programm. Durch das sammeln von Punkten erhalten die Inhaber dieser Kundenkarten Geld- oder Sachleistungen. Um genügend Punkte zu sammeln, werden diese Kunden darauf achten, dass Sie nur da einkaufen wo dieses Programm angeboten wird. Auch die Analyse über die Umschlagshäufigkeit der Vor-

⁸⁶ Vgl. Geschäftsbericht 2008 (2009).

räte ist über diese Kennzahl möglich. Da die Vorräte bei der Metro AG ein großer Posten darstellt, muss hierauf besonders geachtet werden. Bei der Finanzierung betrachtet das Working Capital Management auch die kurzfristigen Verbindlichkeiten. Hier sind vor allem wichtig Skontozahlungen und Verhandlungen über die Zahlungsbedingungen. Mitunter ist es billiger um Skonto zu ziehen kurzfristig den Überziehungskredit in Anspruch zu nehmen. Bei einer Verbindlichkeit in Höhe von 3.000 Euro mit einer Skantomöglichkeit von üblichen drei Prozent, ergäbe dies eine Verringerung der Verbindlichkeit von 90 Euro. Geht man von einem Überziehungskreditzins von 20 Prozent aus, würde das bei einer Überziehung von 3.000 Euro eine Zinsschuld von 600 Euro im Jahr ausmachen. Rechnet man diese durch 360 Tage, so erhält man eine Zinszahlung von 1,67 Euro pro Tag. Das bedeutet das die Zahlung im Skontobereich bei einer Überziehung von nicht länger als 53 Tage preiswerter ist, als auf das Skonto zu verzichten.

Die Metro AG berechnete ihr Net Working Capital indem Sie die aktiven Bilanzposten Vorräte und Forderungen und sonstige unverzinsliche Vermögensgegenstände addierte und davon die passiven Bilanzposten, wie Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen und sonstige unverzinsliche Verbindlichkeiten subtrahierte. Dieses Konzept ist eine klassische bilanzielle Betrachtung und muss sich damit der Kritik unterwerfen, dass auch Bilanzposten enthalten sind, welche nicht direkt mit dem Geschäftszyklus verbunden sind. Die Betrachtung des Net Working Capital ist wichtig, für die weitere Berechnung des Geschäftsvermögens. Da Beispielsweise eine Erhöhung der Verbindlichkeiten das Geschäftsvermögen schmälern würde, wobei eine Erhöhung der Forderungen oder Erhöhung der sonstigen betrieblichen Erträge das Geschäftsvermögen erhöhen würde.

Eine bessere Betrachtung für das operative Geschehen, ist die Kennzahl Nettobetriebsvermögen, auch als operatives Net Working Capital bekannt. Hierbei werden lediglich die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen von den Vorräten subtrahiert. Beide Bilanzposten können unmittelbar im operativen Bereich beeinflusst werden. Diese Betrachtung ist seit 2002 jährlich bei der Metro AG ausgegeben. Das Nettobetriebsvermögen für 2008 bestand aus den gesamten Vorräten in Höhe von 7.001 Millionen Euro abzüglich der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und

Leistungen in Höhe von 13.839 Millionen Euro. Somit betrug das Nettobetriebsvermögen -6.838 Millionen Euro. Ein negatives Ergebnis weist daraufhin, dass ein Teil des langfristigen gebundenen Anlagevermögens über die kurzfristige Finanzierung finanziert wird. Die Betrachtung des Working Capitals ist eine wichtige Unternehmenskennzahl für die Steigerung des Unternehmenswertes.⁸⁷

2.2.4.3 Entwicklung der Nettoverschuldung

Eine weitere wichtige Kennzahl ist die Nettoverschuldung bzw. die Entwicklung der Nettoverschuldung. Diese Kennzahl ist ein wichtiges Kriterium für das Rating. Die Nettoverschuldung von 2007 betrug 4.300 Millionen Euro, darin waren 2.000 Millionen Euro Finance Lease Verbindlichkeiten enthalten. Von diesen Schulden wird im ersten Schritt, das erwirtschaftete EBITDA vor Sonderfaktoren und die Veränderung des Nettobetriebsvermögens abgezogen. Im nächsten Schritt werden die Auszahlungen für Investitionen, das Zinssaldo, die Zahlung für Ertragsschulden, die Gewinnausschüttung addiert. Als dritten Schritt wird das Saldo der Finance Lease und der sonstigen Verbindlichkeiten subtrahiert. Anhand der einzelnen Betrachtung der Positionen erkennt man warum die Nettoverschuldung gesunken bzw. erhöht wurde. Die Nettoverschuldung für 2008 war um 300 Millionen Euro höher als in 2007, aber dieses Ergebnis kam nur zustande, weil höhere Auszahlungen für Investitionen in diesem Jahr vorgenommen wurden. Höhere Investitionen weisen auf eine Erhöhung des Geschäftsvermögens hin und durch die Working Capital- Betrachtung werden die Investitionsentscheidungen getroffen. Somit ist die Nettoverschuldung kein Hinweis, dass die Metro AG schlechter gewirtschaftet hat und ist somit kein Grund das Rating abzuwerten. Diese Betrachtung, kann aber nur in der Entwicklung vorgenommen werden, da man sonst nur die absoluten Werte gegenüberstellen würde und somit auf die Idee kommen könnte, dass die Nettoverschuldung um knapp sieben Prozent gestiegen ist.⁸⁸

⁸⁷ Vgl. Meyer, Christian A. (2007), Seite 22 f. und Analystentreffen (2009), Seite 17.

⁸⁸ Vgl. Analystentreffen (2009), Seite 18.

Die Kennzahlen Nettoverschuldung und EBITDAR gehen in die Berechnung der Ratingkennzahlen nach einer Methode von Standard & Poor's bei der Metro AG ein.⁸⁹

2.2.4.4 Der Return on Capital Employed (ROCE)

Der ROCE ist eine Renditekennzahl die wie die EVA- Berechnung des Geschäftsvermögen und des Geschäftsergebnis beinhaltet. Diese Kennzahl bezeichnet den Gesamterfolg, gemessen an dem tatsächlichen eingesetzten Kapital. Ein Vergleich zwischen ROCE und WACC zeigt auf, ob die Kapitalkosten tatsächlich erwirtschaftet werden. Dies erfolgt, wenn die Rendite höher als der Kapitalkostensatz ist. Der ROCE wird meist als wertorientierte Kennzahl bezeichnet. Jedoch bezieht sich auch diese Kennzahl auf Buchwerte aus einer Periode. Aus diesem Grund kritisieren viele Autoren diese Bezeichnung, wie beispielsweise Prof. Dr. Herbert R. Haesler und Prof. Dr. Franz Hörmann in Ihrem Skript „Wertorientierte Steuerung von Unternehmen und Konzernen mittels Kennzahlen“.⁹⁰ Die Metro AG berechnet den ROCE indem sie das Geschäftsergebnis mit dem Geschäftsvermögen dividiert. Bei einem Geschäftsergebnis von 2.047 Millionen Euro und einem Geschäftsvermögen von 22.062 Millionen Euro erhält man ein ROCE von 9,3 Prozent für das Jahr 2008. Der Kapitalkostensatz lag 2008 bei 6,5 Prozent. Somit konnte die Metro AG ihre Kapitalkosten decken. Berechnet man dagegen den ROCE für jede Vertriebspartei so muss man feststellen, dass Real ihre Kapitalkosten nicht erwirtschaften konnte.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
WACC	7,0%	7,3%	7,3%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
ROCE	5,4%	7,1%	7,3%	6,5%	8,0%	8,0%	8,4%	9,0%	9,3%
EVA in Millionen Euro	-332,7	-46,9	-9,5	203,07	317,9	305	426	538	613

Abbildung 11: WACC, ROCE und EVA der Jahre 2000 bis 2008⁹¹

Betrachtet man das Jahr 2002 so wird ersichtlich der WACC und der ROCE fast gleich waren und das Konzern EVA sehr nahe null war. Dass es eine Beziehung zwischen EVA und ROCE gibt, ist allein daraus ersichtlich, dass beide Kennzahlen mit

⁸⁹ Ebd., S. 19.

⁹⁰ Haesler, Herbert R. / Hörmann, Franz: Wertorientierte Steuerung von Unternehmen und Konzernen mittels Kennzahlen; S. 126.

⁹¹ Eigene Abbildung.

den gleichen Werten rechnen. Somit kann man ohne das EVA genau zu berechnen davon ausgehen, dass sobald der ROCE größer als der WACC ist auch ein positives EVA in diesem Unternehmen ist. Um die Renditekennzahl positiv zu beeinflussen, gelten dieselben Maßnahmen wie bei der Beeinflussung des EVA's.

2.2.4.5 Aktienanalyse

Da die Metro AG an der Börse gehandelt wird sind die Aktienkurse und daraus entstehende Kennzahlen wichtig. Durch die Einführung des EVA als wertorientierte Unternehmenskennzahl und die Veröffentlichung dieser Kennzahl kann man davon ausgehen, dass ein positiver EVA auch zu einer positiven Entwicklung des Aktienkurses führt. Jedoch werden die Aktien unabhängig gehandelt, sodass nicht allein der EVA als Faktor zählt. Der Börsenkurs spiegelt die Erwartung der Anleger in die Ertragskraft des Unternehmens wieder. Wenn der Börsenkurs höher als der Bilanzkurs ist geht man davon aus, dass die Ertragskraft der Aktiengesellschaft positiv ist. Für diese Entscheidung ist die Kennzahl Ergebnis je Aktie für die aktuellen und potenziellen Anleger von großer Bedeutung. Das Ergebnis je Aktie ist auch bekannt als Earnings per Share (EPS). Dividiert man das Jahresergebnis durch die im Umlauf befindlichen Aktien so erhält man das Ergebnis je Aktie. Hierbei muss aber festgestellt werden, welches Jahresergebnis man in Bezug setzt. Die Metro AG weißt einmal das Ergebnis je Aktie vor Sonderfaktoren und einmal nach Sonderfaktoren aus. Für das EPS nach Sonderfaktoren wird der den Anteilseignern zuzurechnender Gewinn aus fortgeführten Aktivitäten nach Steuern mit der gesamten Anzahl der Stamm- und Vorzugsaktien dividiert. Für das Jahr 2008 erhält man bei einem zuzurechnenden Gewinn von 832.000.000 Euro und einer Summe 326.787.529 Aktien ein EPS nach Sonderfaktoren von 2,55 Euro. Somit fallen 2,55 Euro Gewinn auf einer Aktie an. Dieser Wert ist unabhängig vom gehandelten Börsenkurs. Eine weitere wichtige Kennzahl ist die Dividendenrendite. Hierbei wird die Dividende je Aktie ins Verhältnis zum Börsenkurs gesetzt. Die Metro AG hat 2008 für Stammaktien eine Dividende in Höhe von 1,18 Euro gezahlt. Der Jahresschlusskurs betrug 28,57 Euro. Somit ergibt sich eine Dividendenrendite von 4,1 Prozent. Erstaunlich ist, dass die Dividendenrendite 2008 dem Zinssatz der risikofreien Anlage im WACC entspricht. Die Marktkapitalisierung erhält man indem man die Stamm- und die Vorzugsaktien mit den jeweiligen Jahresschlusskurs multipliziert. So erhält man für 2008 eine

Marktkapitalisierung von rund 9.300 Millionen Euro. Dividiert man dieses Ergebnis durch das Periodenergebnis einschließlich nicht fortgeführter Aktivitäten, welches im Jahr 2008 einer Höhe von 725 Millionen Euro entsprach, erhält man eine abgewandelte Art vom Kurs- Gewinn- Verhältnis in Höhe von 13. Dieses Ergebnis kann man dann mit der Eigenkapitalrendite nach Steuern in Höhe von 11,90 Prozent in 2008 multiplizieren und erhält somit einen Kurs/ Buchwert von 1,5. Somit ist die Ertragskraft positiv da die Marktkapitalisierung etwa 1,5 höher ist als das Eigenkapital zum Buchwert. Die Marktkapitalisierung ist eine wichtige Größe für die Berechnung des Unternehmenswertes. Weitere Berechnungen des Unternehmenswertes anhand von EVA werden später erläutert. Das Kurs- Gewinn- Verhältnis (KGV) bei der Aktienanalyse ist eine Rentabilitätskennzahl und bringt zum Ausdruck mit welchen Vielfachen des Jahresgewinns eine Aktie an der Börse bewertet wird. Hierbei setzt man den Börsenkurs ins Verhältnis zum Gewinn je Aktie. Hierfür nimmt man die Marktkapitalisierung und dividiert diese durch die Gesamtsumme der Aktien. Somit erhält man einen gewichteten Jahresschlusskurs zwischen Stamm- und Vorzugsaktien. Dieser ist für 2008 28,46 Euro und das Ergebnis je Aktie in 2008 ist 2,55 Euro. Somit erhält man ein KGV in Höhe von elf. Diese Kennzahl und die Dividendenrendite lassen sich sehr gut für Vergleiche mit anderen Aktien verwenden.⁹²

2.2.5 Die heutige Berechnung des EVA bei der Metro AG

Die Grundformel für die EVA- Berechnung ist in jeder Branche gleich. Der EVA ist somit die Differenz aus dem Geschäftsergebnis und den Kapitalkosten. Die Kapitalkosten errechnet man indem man das Geschäftsvermögen mit dem Kapitalkostensatz multipliziert. In der Anlage unter Abbildung zwölf „Economic Value Added 2008“ ist eine EVA- Berechnung für das Geschäftsjahr 2008 mit den Werten aus den Geschäftsberichten. Die genauen Berechnungen werden von der Metro AG nicht veröffentlicht, deswegen sind in den folgenden Berechnungen Annahmen enthalten.

⁹² Vgl. Wöltje, Jörg (2007), Seite 214 ff. und Geschäftsbericht 2008 (2009), Seite 61 ff.

2.2.5.1 Die Berechnung des Geschäftsergebnisses

Die Berechnung des Geschäftsergebnisses ist bei der Metro AG ähnlich der Berechnung von Stern Steward & Co. Es ist das Betriebsergebnis vor Finanzierungskosten (EBIT), abzüglich der Ertragssteuern. Das betriebliche EBIT ist wie schon erwähnt, die Summe aus den Umsatzerlöse und den sonstigen betrieblichen Erträgen, abzüglich der Einstandskosten der verkauften Waren. Von dieser Summe werden dann Vertriebskosten, die allgemeinen Verwaltungskosten und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen subtrahiert. Diese Werte kann man sehr gut aus der jeweiligen GuV ablesen. Die Metro AG weist in Ihrer GuV direkt das betriebliche EBIT aus.⁹³ Im Geschäftsergebnis 2008 ist bei dem EBIT die Straffung des Real-Ladennetzes berücksichtigt. Diese müssen aber für die Berechnung des Geschäftsergebnisses wieder hinzugerechnet werden, da diese in der EVA- Berechnung Investitionen darstellen und somit zu den Geschäftsvermögen gehören und nicht das Betriebsergebnis einmalig beeinflussen dürfen. Das EBIT der Metro AG betrug 2008 1.988 Millionen Euro und die Straffung des Real-Ladennetzes 237 Millionen Euro. Somit erhält man ein EBIT vor Sonderfaktoren von 2.225 Millionen Euro.⁹⁴ Von dem EBIT vor Sonderfaktoren werden dann die Ertragssteuern abgezogen. Bei den Ertragssteuern handelt es sich um die tatsächlich geschuldeten Steuern des operativen Gewinnes. Hierbei sind aber höchstwahrscheinlich lediglich die Steuern im Ursprungsland berücksichtigt, welches bei der Metro AG Deutschland ist. Die geschuldeten Steuern betrugen im Jahr 2008 für Deutschland 154 Millionen Euro. Des Weiteren haben 24 Millionen Euro Ertragssteuern das Eigenkapital ergebnisneutral erhöht. Diese stammen aus Währungsumrechnungsdifferenzen eines ausländischen Geschäftsbetriebes. Somit gehören diese nicht in das Geschäftsergebnis und müssen davon abgezogen werden. Subtrahiert man diese zwei Steuerbeträge von den EBIT vor Sonderfaktoren erhält man ein Geschäftsergebnis von 2.048 Millionen Euro.⁹⁵ Wie ersichtlich ist, wird das Geschäftsergebnis wesentlich über das EBIT bestimmt und dieses besteht aus Erlösen und Kosten. Aber anders als das Ergebnis aus der GuV werden hier keine Finanzkosten und -erlöse eingerechnet. Nur die beeinflussbaren und planbaren Kosten und Erlöse werden berücksichtigt. Hierbei kommt der Gedanke zu Gute Manager und Filialleiter dazu zu bringen sich wie Eigentümer zu fühlen. Die Filialleiter kön-

⁹³ Vgl. Geschäftsbericht 2008 (2009), Seite 126.

⁹⁴ Ebd., Seite 76.

⁹⁵ Ebd., Seite 146.

nen beispielsweise wie bei Saturn selbst über regionale Werbung bestimmen. So ist es nicht unwahrscheinlich, dass ein Haushalt zwischen Chemnitz und Zwickau zwei unterschiedliche Werbeprospekte von einem Unternehmen bekommt. Schon allein durch diese Maßnahme können die Filialleiter ihre Umsätze steuern. Da die Kosten für die Unterhaltung der Filiale meist fest sind, kann auch ein Überdenken der vorhandenen Ladenfläche helfen. So darf jeder Markt selbstständig bestimmen, welche Promotionstände in seinem Markt aufgenommen werden. Somit können die Waren bestimmter Hersteller effektiver angeboten werden und der Warenumschlag wird beschleunigt, was wiederum die Lagerkosten positiv beeinflusst.

2.2.5.2 Die Berechnung des gewichteten Kapitalkostensatzes

Der gewichtete Kapitalkostensatz besteht aus den Kosten für Eigen- und Fremdkapital. Hierbei wird der Weight Average Cost of Capital (WACC) für das Eigen- und das Fremdkapital jeweils zum Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital zu Marktwerten gewichtet. Das Eigenkapital zu Marktwerten wird bei der Metro AG als Marktkapitalisierung ausgegeben. Diese Marktkapitalisierung besteht aus der Anzahl der Stammaktien und Vorzugsaktien multipliziert zu den jeweiligen Abschlusskursen. Im Jahre 2008 hatte die Metro AG eine Marktkapitalisierung von 9.300,00 Millionen Euro.⁹⁶ Bei den Fremdkapital werden die Verbindlichkeiten zu den Fair Value Werten berücksichtigt, welche direkt am Markt gehandelt werden. Rechnet man im Jahre 2008 die Leasingkosten, welche nur zum Buchwert angegeben sind und die Finanzschulden zum Fair Value zusammen, so erhält man 8.761 Millionen Euro Fremdkapital zu Marktwerten.⁹⁷ Somit ergibt sich die Gewichtung von jeweils 50 Prozent für das Eigen- und Fremdkapital.⁹⁸ Der Einkapitalkostensatz wird nach dem Kapitalmarktmodell CAPM bestimmt. Er besteht einmal aus dem Zinssatz für risikofreie Anlagen plus einer Marktrisikoprämie, welche mit einem Betafaktor multipliziert wird. Für den Zinssatz für risikofreie Anlagen wird zum Beispiel der Zinssatz für zehnjährige Bundesanleihen herangezogen. Dieser betrug 2008 4,1 Prozent. Die Marktrisikoprämie ist die Differenz zwischen der erwarteten Rendite der Investoren und der Rendite einer risikofreien Anlage. Der Risikozins laut H&S Performance beträgt für den DAX 12,71 Prozent. Hiervon wird die Rendite einer risikofreien An-

⁹⁶ Vgl. Geschäftsbericht 2008 (2009), Seite 62 ff.

⁹⁷ Ebd., Seite 169 und Seite 170.

⁹⁸ Ebd., Seite 81.

lage abgezogen, wie beispielsweise die aus dem Deutschen Rentenindex (RexP), welche bei 6,74 Prozent in 2008 lag. Da es sich um Mittelwerte handelt, sollte ein Abschlag von der Differenz zwischen eins bis zwei Prozent vorgenommen werden.⁹⁹ Die Metro AG hat sich für eine Marktrisikoprämie von fünf Prozent entschieden, genau wie der RWE-Konzern.¹⁰⁰ Somit kann man davon ausgehen, dass dieser Prozentsatz für mehrere Unternehmen in Deutschland angenommen wird. Der Betafaktor zeigt das Risiko wie stark eine Aktie vom Markt abweicht. Ein Betafaktor von eins bedeutet, dass sie die Aktie sich im Kursverlauf ähnlich wie sein Index verhält. Die Metro Stammaktie verhielt sich ähnlich wie der DAX 30 und der Dow Jones Euro Stoxx Retail.¹⁰¹ Somit ergibt sich ein Eigenkapitalzinssatz von 9,1 Prozent multipliziert mit den 50 Prozent erhält man den gewichteten Eigenkapitalzinssatz von 4,6 Prozent. Auch bei der Berechnung des Fremdkapitalkostensatzes liegt der Zinssatz für eine risikofreie Anlage zu Grunde. Hierauf kommt ein langfristiger durchschnittlicher Risikozuschlag für Fremdkapital. Dieser ist prinzipiell kleiner als die Marktrisikoprämie und liegt bei der Metro AG bei 1,5 Prozent. Der Risikozuschlag hängt höchstwahrscheinlich mit dem Rating zusammen. Somit ergibt sich ein Fremdkapitalzinssatz von 5,9 Prozent. Von dieser Summe wird noch ein durchschnittlicher Steuersatz von circa 30 Prozent abgezogen. Da Fremdkapital Aufwendungen darstellt und diese den steuerlichen Gewinn schmälern. Somit ergibt sich ein Fremdkapitalkostensatz von 3,9 Prozent. Darauf erfolgt noch einmal die Gewichtung mit 50 Prozent. Somit erhält man einen gewichteten Fremdkapitalkostensatz von 1,9 Prozent. Addiert man die gewichteten Kapitalkostensätze für Eigen- und Fremdkapital zusammen, erhält man den WACC von 6.5 Prozent.¹⁰²

2.2.5.3 Die Berechnung des Geschäftsvermögens

Auch für das Geschäftsvermögen selbst gibt die Metro AG keine detaillierte Berechnung in die Öffentlichkeit. Jedoch wird auch das Geschäftsvermögen als absoluter Wert in jedem Geschäftsbericht ausgewiesen. Es gibt lediglich erstmals im Geschäftsbericht 1999 den Hinweis, dass das Geschäftsvermögen aus dem gebundenen Anlagevermögen und dem Nettoumlaufvermögen besteht. Hier werden von den Bi-

⁹⁹ Vgl. Finance Research: Marktrisikoprämie.

¹⁰⁰ Vgl. Wertmanagement- Konzept des RWE-Konzerns: Kapitalkosten.

¹⁰¹ Vgl. Geschäftsbericht 2008 (2009), Seite 62.

¹⁰² Ebd., Seite 81.

lanzwerten EVA- spezifische Anpassungen vorgenommen. Die nachfolgende Tabelle zeigt die Berechnung des Geschäftsvermögens.

Werte in Millionen Euro	Betrag
Bilanzsumme	33.825,00
- Sonstige Vermögensgegenstände	-552,00
- Anlagen im Bau	-364,00
- Wertpapiere	-1,00
- Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	-133,00
- Sontige Forderungen und Vermögensgegenstände	-450,00
- Aktive latente Steueransprüche	-1.045,00
+ Abschreibungen	1.352,00
- Abschreibungen auf extra	-18,00
+ Finance Lease	1.819,00
+ Investitionen	2480,00
- Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	-13.839,00
- Steuererstattungsansprüche	-417,00
- Ertragssteueransprüche	-326,00
- Zur Veräußerung vorgesehene Vermögenswerte	-230,00
- Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	-32,00
Geschäftsvermögen	22.069,00

Abbildung 13: Berechnung des Geschäftsvermögens der Metro AG¹⁰³

Das bedeutet man geht von der Bilanzsumme des jeweiligen Jahres aus und zieht das nicht betriebliche Vermögen ab. Die Bilanzsumme 2008 beläuft sich auf 33.825 Millionen Euro¹⁰⁴. Im nächsten Schritt wird das langfristige Vermögen genauer betrachtet. Die Geschäfts- und Firmenwerte in Höhe von 3.960 Millionen Euro stellen den betrieblichen Goodwill dar und dieser gehört zu den Geschäftsvermögen. Die sonstigen immateriellen Vermögensgegenstände in Höhe von 552 Millionen Euro dagegen gehören nicht mit in das Geschäftsvermögen. Die Sachanlagen müssen näher betrachtet werden. Wie schon im ersten Teil erwähnt gehören die Anlagen im Bau nicht mit zu dem Geschäftsvermögen. Diese findet man im Konzernanhang unter Punkt 21 „Sachanlagen“. Die Anlagen im Bau belaufen sich auf 364 Millionen Euro und müssen von der Bilanzsumme abgezogen werden.¹⁰⁵ In den finanziellen Vermögensgegenständen in Höhe von 144 Millionen sind Wertpapiere in Höhe einer Millionen Euro enthalten. Wie bereits erwähnt gehören Wertpapiere nicht mit in das Geschäfts-

¹⁰³ Eigene Darstellung

¹⁰⁴ Vgl. Geschäftsbericht 2008 (2009), Seite 127.

¹⁰⁵ Ebd., Seite 152.

vermögen. Des Weiteren müssen noch die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien in Höhe von 133 Millionen Euro abgezogen werden. Da diese wie die Wertpapiere lediglich für eine Finanzierung gehalten werden. Die sonstigen Forderungen und Vermögensgegenstände in Höhe von 450 Millionen Euro gehören ebenfalls nicht zum Geschäftsvermögen. Diese bestehen aus aktiven Rechnungsabgrenzungsposten in Höhe von 248 Millionen Euro und übrige Vermögensgegenstände in Höhe von 202 Millionen Euro.¹⁰⁶ Wie bereits erwähnt müssen auch die aktiven latenten Steueransprüche in Höhe von 1.045 Millionen Euro abgezogen werden.¹⁰⁷ Der Werteverzehr des Anlagevermögens in Form der Abschreibungen in Höhe von 1.352 Millionen Euro muss hinzugerechnet werden, da diese eine theoretische Abnutzung darstellen. In den Abschreibungen sind 18 Millionen Euro für die extra Verbrauchermärkte enthalten. Extra gehört nicht mehr zu der Geschäftstätigkeit, deshalb müssen die 18 Millionen von den Abschreibungen subtrahiert werden.¹⁰⁸ Bestimmte Leasingobjekte gehören zu dem Geschäftsvermögen, da diese vom Unternehmen benötigt werden um ihren Gewinn zu erwirtschaften. Diese betragen für das Geschäftsjahr 2008 1.819 Millionen Euro. Genauso gehören in das Geschäftsvermögen die getätigten Investitionen in Höhe von 2.480 Millionen Euro.¹⁰⁹ Beide Werte findet man nicht direkt im Geschäftsbericht. Deshalb ist es notwendig auch die Berichte der Analystentreffen für die Berechnung des Geschäftsvermögens genau zu betrachten. Im nächsten Schritt betrachtet man die kurzfristigen Vermögensgegenstände. Die Vorräte und die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen gehören definitiv zum Geschäftsvermögen. Aber bestimmte aktivierte Vermögensgegenstände und auch Aufwendungen werden durch Lieferantenkredite bezogen. Deshalb muss man die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen in Höhe von 13.839 Millionen Euro von der Bilanzsumme abziehen.¹¹⁰ In den sonstigen Forderungen und Vermögensgegenstände in Höhe von 3.132 Millionen Euro sind Steuererstattungsansprüche in Höhe von 417 Millionen Euro enthalten.¹¹¹ Diese müssen wie die latenten Steuern von der Bilanzsumme subtrahiert werden. Die Bilanzposten Ertragssteueransprüche in Höhe von 326 Millionen Euro und die zur Veräußerung vorgesehenen Vermögensgegenstände in Höhe von 230 Millionen Euro gehören ebenfalls nicht mit zu dem Geschäftsver-

¹⁰⁶ Ebd., Seite 154 ff.

¹⁰⁷ Ebd., Seite 127.

¹⁰⁸ Ebd., Seite 147.

¹⁰⁹ Analystentreffen 2009, Seite 15 ff.

¹¹⁰ Geschäftsbericht 2008 (2009), Seite 127.

¹¹¹ Ebd., Seite 155.

mögen. Zuletzt müssen noch erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen in Höhe von 32 Millionen Euro vom Geschäftsvermögen abgezogen werden.¹¹²

2.2.6 Prognose der zukünftigen EVA's

Die nachfolgende Berechnung für die Prognosewerte erfolgt in Anlehnung zu Hostettler. In den nachfolgenden Tabellen sind beide Berechnungen gegenübergestellt:¹¹³

Berechnung laut Hostettler	
Schlüsselgröße	Berechnung
Umsatzwachstum	$\Delta \text{Umsatz} / \text{Umsatz Vorjahr}$
OPM (Operating Profit Margin)	$\text{NOPBT} / \text{Umsatz}$
TO (Turnover of Assets)	$\text{Umsatz} / \text{NOA Vorjahr}$
CTR (Cash Tax Rate)	$\text{COT} / \text{NOPBT}$
WACC	WACC- Ansatz
davon abgeleitet	
r (Vermögensrendite)	$\text{OPM} \times \text{TO} \times (1 - \text{CTR})$
value spread	$r - \text{WACC}$
NOA	$\text{Umsatz} / \text{TO}$

Abbildung 14: Schlüsselgrößen für die Prognose nach Hostettler¹¹⁴

Berechnung angepasst an Metro AG	
Schlüsselgröße	Berechnung
Umsatzwachstum	$\Delta \text{Umsatz} / \text{Umsatz Vorjahr}$
E-M (EBITDA Marge)	$\text{EBITDA} / \text{Umsatz}$
TO (Turnover of Assets)	$\text{Umsatz} / \text{NOA Vorjahr}$
A	Anpassung
WACC	WACC- Ansatz
davon abgeleitet	
r (Vermögensrendite)	$\text{E-M} \times \text{TO} \times (1 - \text{A})$
value spread	$r - \text{WACC}$
NOA	$\text{Umsatz} / \text{TO}$

Abbildung 15: Schlüsselgrößen für die Prognose für die Metro AG¹¹⁵

¹¹² Ebd., Seite 165.

¹¹³ Vgl. Hostettler, Stephan (2002), S. 202 bis 204.

¹¹⁴ Vgl. Ebd., S. 203.

¹¹⁵ In Anlehnung Hostettler, Stephan (2002) S. 203.

Hostettler führt seine Prognosen anhand von fünf Schlüsselgrößen durch. Wie er benutze ich als erste Größe das Umsatzwachstum. Wegen der aktuellen Wirtschaftskrise stütze ich die Prognose nicht auf die Jahreswerte, sondern auf die Wachstumsrate aus den Halbjahresberichten 2008 und 2009, sowie den Berichten des zweiten Quartals. Die zweite Schlüsselgröße gibt Auskunft über die Profitabilität des Unternehmens. Auch bei dieser Größe nehme ich eine Anpassung vor. Laut seiner Berechnung errechnet sich diese Schlüsselkennzahl aus dem Net Operating Profit Before Taxes (NOPBT) dividiert durch den Umsatz. Die daraus resultierende Kennzahl gibt die operative Marge des Unternehmens an, man bricht von Operating Profit Margin (OPM). Für meine weiteren Berechnungen nutze ich statt den NOPBT, das EBITDA. Dies ist darin begründet, dass ich von den Werten der einzelnen Vertriebsparten ausgehen werde und hier das EBITDA direkt angegeben ist. Um Verwirrungen zu vermeiden ist diese Kennzahl als EBITDA- Marge (EM) gekennzeichnet. Der Kapitalumschlag berechnet indem man den Umsatz mit dem Geschäftsvermögen (NOA) des Vorjahres dividiert. Diese Kennzahl ist beschrieben als Turnover of Assets (TO). Als vierte Schlüsselkennzahl benutzt Hostettler eine Steuerrate, die Cash Tax Rate (CTR). Diese kommt aus einer Berechnung des Geschäftsergebnisses. Das Geschäftsergebnis (NOPAT) wird dabei aus dem NOPBT abzüglich der Steuern (COT) berechnet. Da für die einzelnen Vertriebsparten jeweils nur das Geschäftsergebnis als absolute Zahl vorliegen. Wird hier über diese Größe, gekennzeichnet als A, die EVA's der jeweiligen Jahre anpasst. Die letzte Schlüsselgröße ist der Kapitalkostensatz (WACC). Hierbei gehe ich davon aus, dass der Kapitalkostensatz der Metro AG auch für die jeweiligen Vertriebsparten gilt. Aus diesen Schlüsselgrößen kann man direkt die Vermögensrendite (r), auch bekannt als ROCE. Diese ermittelte Vermögensrendite wird von dem angegebenen ROCE abweichen, das ist mit der Annahme des Geschäftsvermögens begründet. Subtrahiert man von der Vermögensrendite den Kapitalkostensatz so erhält man den value spread. Dieser wird später mit dem errechneten Geschäftsvermögen multipliziert. Das prognostizierte Geschäftsvermögen errechnet sich aus der Division von Umsatz und TO. Da jedoch das TO aus dem Geschäftsvermögen des Vorjahres berechnet wird, nehme ich für 2009 gleich das Geschäftsvermögen Ende des Jahres 2008 an.

2.2.6.1 Prognose des zukünftigen EVA von Metro Cash & Carry

Die Vertriebspartei Metro Cash & Carry steigerte ihr EVA kontinuierlich. In den Jahresergebnissen fanden kaum Anpassungen statt, da diese Vertriebspartei in den Zeitraum 2004 bis 2008 jeweils eigenständig geblieben ist. Die Metro Cash & Carry hat eine klare Expansionsstrategie. Deswegen eignet sich für die Prognose das Umsatzwachstum sehr gut. Durch die Expansionen stieg auch das Geschäftsvermögen kontinuierlich an. Somit lässt sich über eine Umsatzprognose der zukünftige EVA recht gut prognostizieren. In der Anlage unter Abbildung 16 „Prognose der zukünftigen EVA's“ befindet sich eine Tabelle mit den Jahreswerten, sowie den berechneten Schlüsselkennzahlen und die Prognosezahlen für die Metro Cash & Carry angegeben.

Einen leichten Wachstumseinbruch musste die Metro Cash & Carry bereits 2008 hinnehmen. Dies liegt darin begründet, dass bereits im vierten Quartal 2008 die Krise erstmals spürbar war. Die Schlüsselgröße EM steigt jährlich leicht an. Der Kapitalkostensatz blieb in den betrachteten Jahren auf gleichem Niveau. Vergleicht man die Umsatzzahlen zwischen dem Halbjahren 2008 und 2009 und den zweiten Quartalen 2008 und 2009 erkennt man jeweils ein negatives Umsatzwachstum um 6,5 Prozent. Betrachtet man dann noch die Berichte der neunten Monate, so erkennt man, dass das Umsatzwachstum zwischen allen Berichten nur leichte Schwankungen hatte. Somit dürfte das Umsatzwachstum zum Ende des Jahres 2009 auch negativ sein. Hierbei schätze ich ein negatives Umsatzwachstum von fünf Prozent, da man davon ausgehen kann, dass das Weihnachtsgeschäft den Umsatz noch mal leicht ankurbelt. Die Kennzahl EM wird weiterhin leicht steigen, da neben der Expansion auch an dem Kostenmanagement gearbeitet wird. Hier gehe von einem Prognosewert von 5,27 Prozent aus. Das Geschäftsvermögen (NOA) betrug 2008 7.393 Millionen Euro. So errechnet sich ein TO von 4,3. Ich schätze, dass sich der Faktor A leicht auf 39,70 Prozent verschieben wird. Somit erhält man für das Jahr 2009 eine Vermögensrendite von 13,66 Prozent. Der Kapitalkostensatz wird in 2009 nicht steigen. So erhält man einen value spread von 7,16 Prozent. Multipliziert man dies mit dem NOA erhält man für 2009 ein EVA von 524 Millionen Euro. Das Delta EVA wird 2009 negativ sein.

2.2.6.2 Prognose des zukünftigen EVA von Media Markt und Saturn

Die Vertriebspartei Media Markt und Saturn hatte in 2008 einen Rückgang in ihrem EVA. Dies war darin begründet, dass auch hier das Umsatzwachstum etwas stärker als bei Metro Cash & Carry zurückging, aber das Geschäftsvermögen mehr anstieg als bei Metro Cash & Carry. Dies erkennt man auch an der EBITDA-Marge. Die Vertriebspartei blieb in den Zeitraum 2004 bis 2008 eigenständig. Auch Media Markt und Saturn haben eine klare Expansionsstrategie und wollen in sämtlichen vertretenen Ländern mindestens die Nummer zwei sein. Deswegen eignet sich für die Prognose das Umsatzwachstum sehr gut. In der Abbildung 16 befindet sich eine Tabelle mit den Jahreswerten, sowie den berechneten Schlüsselkennzahlen und die Prognosezahlen für Media Markt und Saturn angegeben.

Im Gegensatz zu Metro Cash & Carry sinkt die Schlüsselgröße EM. Daraus lässt sich schließen, dass das EBITDA nicht so schnell wächst wie der Umsatz. Auch hier wird ein Kapitalkostensatz von 6,5 Prozent angenommen. Vergleicht man die Umsatzzahlen zwischen dem Halbjahren 2008 und 2009 so stellt man fest, dass ein Umsatzwachstum von fast drei Prozent erfolgte. Bei dem Vergleich zwischen den Quartalen 2008 und 2009 ist ein minimaler Umsatzrückgang von nicht mal ein Prozent. Betrachtet man dazu noch das Umsatzwachstum der neunten Monate, kann man davon ausgehen, dass es sich das Umsatzwachstum des Geschäftsjahres 2009 ähnlich dem Halbjahr 2009 verhält. Das Weihnachtsgeschäft wird den Umsatz noch einmal ankurbeln, aber auch in der Elektronikbranche finden starke Preisreduzierungen statt. Bei der Schätzung des Umsatzwachstums mit drei Prozent ergibt sich ein Umsatz am Ende des Jahres von 19.563 Millionen Euro. Das Geschäftsvermögen (NOA) betrug 2008 2.814 Millionen Euro. So errechnet sich ein TO von sieben. Ich schätze, dass sich das A wieder leicht nach unten verschieben wird auf 43 Prozent. Aufgrund von Preissenkungen gehe davon aus, dass die EBITDA Marge auf 4,2 Prozent sinkt. Somit erhält man für das Jahr 2009 eine Vermögensrendite von 16,64 Prozent und einen value spread von 10,14 Prozent. Multipliziert man dies mit dem NOA erhält man für 2009 ein EVA von 285 Millionen Euro.

2.2.6.3 Prognose des zukünftigen EVA von Galeria Kaufhof

Auch für die Vertriebspartie Galeria Kaufhof ist in der Abbildung 16 eine Tabelle mit den Jahreswerten, sowie den berechneten Schlüsselkennzahlen und die Prognosezahlen für 2009 angegeben. Bereits 2007 und 2008 war das Umsatzwachstum bei Galeria Kaufhof leicht rückläufig. Bemerkenswert ist hier jedoch, dass genau in diesen Jahren jeweils positive EVA's erzielt wurden. Diese positive Entwicklung hat jedoch etwas mit dem Umsatz zu tun. Da bei leichten Umsatzrückgang eine Verbesserung des EBIDTA's erfolgte. Dies liegt an der klaren Strategie von Galeria Kaufhof. Es erfolgte eine klare Verbesserung des Kostenmanagements. Im Geschäftsbericht 2008 wurde erwartet, dass auch in 2009 ein leichter Umsatzrückgang erfolgen wird. Jedoch stieg der Umsatz im Vergleich zum ersten Halbjahr 2008 und ersten Halbjahr 2009 sogar auf 0,90 Prozent. Bei dem Vergleich der zweiten Quartale stieg der Umsatz sogar auf 2,90 Prozent. Aufgrund dieser positiven Entwicklung schätze ich ein Umsatzwachstum von einem Prozent und somit einen Umsatz von 3.551 Millionen Euro für 2009. Die Verbesserung zwischen EBIDTA und Umsatz wird auch in diesem Jahr leicht ansteigen. Somit kann man ihr mit einem EM von 6,4 Prozent rechnen. Das Geschäftsvermögen entspricht dem Geschäftsvermögen des Vorjahres, sodass sich auch leicht der Kapitalumschlag erhöht. Die Erhöhung des TO wird sich auch auf den Faktor A niederschlagen. Dieser Faktor wird sich voraussichtlich leicht erhöhen auf 64 Prozent. Es wird angenommen, dass der Kapitalkostensatz konstant bei 6,50 Prozent bleibt. Aus diesen Prognosewerten errechnet sich eine Vermögensrendite in Höhe von 7,72 Prozent und ein value spread von 1,22 Prozent. Daraus ergibt sich ein EVA für 2009 von 13 Millionen Euro und somit auch eine leichte Steigerung des EVA in dieser Vertriebslinie.

2.2.6.4 Prognose des zukünftigen EVA von Real

Durch die ständigen Zu- und Verkäufe, wie beispielsweise von Extra, ist in dieser Vertriebspartie in den Zahlen kein einheitliches Bild. Hinzu kommt noch die Straffung des Real- Ladennetzes, deswegen wird in 2008 das bereinigte EBITDA angegeben. In der Anlage unter Abbildung 16 befindet sich auch für diese Vertriebslinie die Tabelle mit den Zahlen und Schlüsselfaktoren. Jedoch muss man aufgrund das im Jahr 2005 extra hinzugerechnet wurde und ab 2007 extra nicht mehr in die Metro AG

gehörte zum Vergleich die Adjustierten Werte für 2006 aus dem Geschäftsbericht von 2007 entnehmen. Deswegen kann ein Vergleich auch erst ab 2006 erfolgen.

Real hat einen Umsatzeinbruch im Vergleich zum zweiten Halbjahr 2008 und zweiten Halbjahr 2009 von 3,16 Prozent. Gerade im Lebensmittelhandel findet seit Oktober 2009 ein nochmaliger Dumpingpreiswettkampf statt. Sodas man davon ausgehen kann, dass der Umsatzwachstum wieder leicht steigt, aber dennoch negativ sein wird. Hier rechne ich mit einem Umsatzwachstum von minus 2,5 Prozent. Durch die Dumpingpreise werden die Gewinnmargen der Lebensmitteldiscounter nochmals gedrückt und somit fällt auch die EBITDA- Marge. Deshalb wird die Prognose mit einem EM von 1,60 Prozent stattfinden. Bei Real findet jährlich eine Minimierung des Geschäftsvermögens statt und aus diesem Grund wird in der Prognose jeweils mit dem Geschäftsvermögen des Jahres gerechnet und ein Geschäftsvermögen für 2009 prognostiziert. Der Faktor A schwankt bei Real sehr, dies hängt mitunter damit zusammen dass in dem Wert auch die Steuern berücksichtigt werden. Deswegen erscheint mir der Wert von 2008 und von 2006 sehr gering. Hier fanden aber auch Adjustierungen der Werte statt. Deswegen gehe ich hier von dem A aus wie in 2007. Aufgrund dieser negativen Einschätzung von 2009 ist es nicht verwunderlich das die Vermögensrendite auf 2,33 Prozent sinkt. Auch in dieser Vertriebspartie wird von einem Kapitalkostensatz von 6,5 Prozent ausgegangen. Somit ergibt sich ein negativer value spread von 4,17 Prozent und ein negatives EVA von 230 Millionen Euro. Im Vergleich zum Vorjahr wird das EVA somit nochmals um 13 Millionen Euro sinken.

2.2.6.5 Prognose des zukünftigen EVA der Metro AG

Die Einschätzung für die gesamten Metro AG ist ein wenig schwieriger, da eine Einschätzung der sonstigen Gesellschaften nicht möglich ist. Auch hier befindet sich in der Anlage unter Abbildung 16 eine dazugehörige Tabelle. Bisher wurde ein Umsatz von 65.945 Millionen Euro prognostiziert. Die sonstigen Gesellschaften hatten im Jahr 2008 ein Umsatz in Höhe von 668 Millionen Euro. Dieser wird sicherlich in 2009 nicht wesentlich steigen. So das man von einem gesamten Umsatz von 66.620 Millionen Euro ausgehen kann. Dies entspricht einem Umsatzrückgang von zwei Prozent. Vorgenommen hatte sich die Metro AG ein jährliches Wachstum von sechs

Prozent. Die EBITDA- Marge wird nur leicht auf 5,25 Prozent steigen. Dies ist damit begründet, dass die Kennzahl EM bei zwei der vier Vertriebsparten lediglich gestiegen ist. Der Faktor A wird leicht auf 43,50 Prozent steigen. Somit sinkt auch die Vermögensrendite und der value spread unter dem Vorjahresniveau. Für die Metro AG wird ein EVA von 533 Millionen Euro prognostiziert. Rechnet man die EVA's der Vertriebsparten zusammen erhält man 592 Millionen Euro. Das bedeutet die sonstigen Gesellschaften müssten einen negativen EVA von 62 Millionen Euro aufweisen. Das wäre eine Verbesserung bei den sonstigen Gesellschaften gegenüber vom 2008 von einer Millionen Euro.

2.2.7 Unternehmenswert - Market Value Added (MVA)

Der Unternehmenswert entspricht dem Eigenkapital und Fremdkapital zu Marktwerten. Für einen Vergleich der Unternehmensbewertung mit EVA benötigt man jedoch den Wert des Eigenkapitals nach EVA. Dieser Wert wird in Vergleich zu der tatsächlichen Börsenkapitalisierung gesetzt. Ist die Börsenkapitalisierung höher als der Wert des Eigenkapitals nach EVA so kann man davon ausgehen, dass die Anleger den Unternehmenswert überschätzen. Ist die Börsenkapitalisierung jedoch geringer, so kann man davon ausgehen, dass in der Differenz zwischen den beiden Werten das zukünftige Kurspotential steckt. Der Market Value Added (MVA) berechnet anhand von EVA ist vereinfacht die Differenz zwischen dem Wert der betrieblichen Tätigkeit und dem Geschäftsvermögen bzw. der Wert des EVA dividiert durch den Kapitalkostensatz. Der MVA stellt den betrieblichen Goodwill einer Unternehmung dar. Hierbei ist zu beachten, dass der MVA den Geschäftsmehrwert zu einem bestimmten Zeitpunkt darstellt und das EVA hingegen den Erfolg einer bestimmten Periode darstellt. Es gibt zwei Möglichkeiten den MVA zu berechnen. Einmal aus den vergangenen Marktwerten (ex post Berechnung) und einmal aus den Barwerten der zukünftigen EVA's (ex ante Berechnung). Welche Art der Berechnung man nimmt hängt von der Betrachtung ab. Für eine Performancemessung eignet sich die ex post Berechnung und für die Unternehmensbewertung benutzt man die ex ante Berechnung.¹¹⁶

¹¹⁶ Ebd., Seite 183 bis 201.

2.2.7.1 Ex post Berechnung

Der MVA ist die Differenz aus dem Marktwert des Unternehmens und den Unternehmensvermögen. Hierbei gibt es wiederum zwei Möglichkeiten der Berechnung zum einen indem man den EVA mit dem Kapitalkostensatz dividiert oder anhand der Bilanzposten, wie nachfolgend in der Tabelle aufgegliedert. Hierbei ist davon auszugehen das beide Berechnungen auf denselben Betrag des MVA kommen müssen.

in Millionen Euro	2008
+Marktkapitalisierung	9.337,5
+Fremdkapital	27.751,0
+ finanzielle Schulden (inkl. Leasingverhältnisse)	8.479,0
- Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	13.839,0
+ Minderheitenanteile am Eigenkapital	254,0
= Marktwert des gesamten Unternehmens	31.982,5
- Anlagen im Bau	364,0
- Erträge aus anderen nicht betrieblichen Aktivitäten	126,0
= Marktwert der betrieblichen Tätigkeit	31.492,5
- Geschäftsvermögen	22.062,0
= Market Value Added (ex post)	9.430,5
EVA	613,0
Kapitalkostensatz	6,50%
= Market Value Added (ex post)	9.430,8

Abbildung 17: Ex-post Berechnung des MVA für die Metro AG 2008¹¹⁷

Der Marktwert des Eigenkapitals entspricht der Marktkapitalisierung. Diese betrug in 2008 9.337,5 Millionen Euro. Bei der Aktienanalyse konnte man auf volle Hundert-millionen runden. Bei dieser Rechnung jedoch hätte man dadurch eine Verzerrung von 37,5 Millionen Euro. Das Fremdkapital wird im Geschäftsbericht von 2008 mit 27.751 Millionen Euro angegeben und finanzielle Schulden in Höhe von 8.479 Millionen Euro.¹¹⁸ Weiterhin sind 2008 Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistungen in Höhe von 13.839 Millionen Euro und Minderheitenanteile in Höhe von 254 Millionen Euro enthalten.¹¹⁹ In Anlehnung der ex post Berechnung nach Hostettler gehe ich davon aus, dass die Minderheitenanteile als Fremdkapital betrachtet werden müssen. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen gehören nicht mit zum

¹¹⁷ Anlehnung. Hostettler, Stephan (2002), Seite 242.

¹¹⁸ Vgl. Geschäftsbericht 2008 (2009), Seite 142.

¹¹⁹ Ebd., Seite 127.

Fremdkapital und werden deshalb vom Fremdkapital subtrahiert. Weiterhin gehören nicht bilanzierte Leasingverhältnisse mit zum Fremdkapital. In meiner Berechnung sind diese der Höhe nach die finanziellen Schulden, deshalb wird dieser Posten hinzugerechnet. Demnach ergibt sich ein Marktwert des gesamten Unternehmens von 31.982,5 Millionen Euro. Davon werden noch die nicht betriebsnotwendigen Bilanzwerte abgezogen. In meiner Berechnung sind dies die Anlagen im Bau in Höhe von 364 Millionen Euro und bestimmte sonstige Erträge aus nicht betriebsnotwendigen Aktivitäten. Hierbei ist davon auszugehen, dass dies die Beträge aus Kontor-Vertriebslinienvergütungen, Erträge aus Bauleistungen, Erträge aus Schadensersatz, sowie Erträge aus Sale-and-Leaseback und Provisionen sind.¹²⁰ Somit ergibt sich ein Marktwert der betrieblichen Tätigkeit für 2008 in Höhe von 31.492,5 Millionen Euro. Hiervon wird nun lediglich noch das Geschäftsvermögen subtrahiert und man erhält den MVA.

2.2.7.2 Ex ante Berechnung

Für die ex ante Berechnung benötigt man mehrere Angaben, welche alle auf Schätzungen beruhen. In der Anlage unter Abbildung 18 „MVA ex ante“ befinden sich die berechneten Prognosewerte. Als ersten Schritt benötigt man den explizierten Planungshorizont. Dieser ist von Branche zu Branche unterschiedlich. Hierbei sollte auch der Investitionszeitraum mit betrachtet werden. Die Straffung des Real-Ladennetzes ist zum Beispiel eine solche Investition. Hierbei müsste nun abgeschätzt werden in welchen Zeitraum sich die Investition auswirkt. Wie bereits bei der Prognose des EVA's gesehen, stellt gerade die derzeitige Wirtschaftskrise einen sehr hohen Unsicherheitsfaktor dar. Damit aber eine kleine Berechnung in Rahmen dieser Arbeit möglich ist. Wird im nachfolgenden vereinfacht von einem Prognosezeitraum von vier Jahren ausgegangen. Dies ist damit begründet, dass bis 2012 die Unternehmensstrategie Shape 2012 umgesetzt werden soll. Als zweiten Schritt müssen die zukünftigen EVA's für diesen Zeitraum bestimmt werden. Für 2009 wurde bereits eine ausführliche Prognose dargestellt. Es ist davon auszugehen, dass in 2010 das Umsatzwachstum leicht steigt auf ein Prozent. Für die Jahre 2011 bis 2012 wird ein Umsatzwachstum von vier bis fünf Prozent erwartet. Dies ist darin begründet, dass eine jährliche Steigerung vor 2008 bei sieben Prozent lag, aber dieses Umsatzwachs-

¹²⁰ Ebd., Seite 143.

tum wird sich erst leicht erholen. Durch das neue Programm sollen Kosten gesenkt werden, sodass man davon ausgehen kann, dass sich die EBITDA- Marge weiterhin leicht steigert. Der Umschlag TO wird aufgrund der Expansionsstrategie jährlich steigen. Durch den steigenden Umsatz und dem TO wird auch das Geschäftsvermögen gesteigert. Im nächsten Schritt benötigt man den Restwert. Für die Restwertbestimmung benötigt man das Geschäftsvermögen und das Geschäftsergebnis des letzten Prognosejahres und errechnet hieraus den EVA. Dieser entspricht somit den EVA von 2012. Der EVA der Jahre nach 2012 wird als 2012* gekennzeichnet. 2012* dividiert durch den Kapitalkostensatz ergibt den Restwert. Jetzt müssen die Werte noch abgezinst werden. Dies geschieht über den Diskontfaktor. Der Diskontfaktor errechnet sich aus dem Kapitalkostensatz der jeweiligen Periode und der Periode. Hierbei wäre das Jahr 2009 gleich die Periode eins. Somit ergibt sich die folgende Formel: $(1 + WACC)^{-\text{Periode}}$. Für den Restwert, das Jahr 2012* nimmt man den Diskontfaktor der vorhergehenden Periode. Um die Barwerte zu errechnen müssen die EVA's sowie der Restwert jeweils mit dem Diskontfaktor multipliziert werden. Die Summe ist der MVA ex ante. Somit ergibt sich ein MVA ex ante für 2008 von 11.288 Millionen Euro.¹²¹

2.2.7.3 MVA als Bindeglied zwischen EVA und Aktienkurs

Wie bereits erwähnt ist der MVA eine Stichtagskennzahl und der EVA eine Erfolgskennzahl einer Periode. Wiederum kann der MVA wie beschrieben auf zwei Arten errechnet werden. Eine Gegenüberstellung des MVA ex post und ex ante kann Aufschluss über eine mögliche Unter- bzw. Überbewertung geben. Hierbei benötigt man zuerst die Differenz zwischen den beiden MVA's. Bei der ex post Berechnung war der MVA für 2008 gerundet auf eine Million bei 9.431 Millionen Euro und bei der ex anten Berechnung bei 11.288 Millionen Euro. Dies ergibt eine Differenz von 1.857 Millionen Euro. Addiert man auf diese Differenz noch die Börsenkapitalisierung von 9.300 Millionen Euro so erhält man eine theoretische Börsenkapitalisierung von 11.157 Millionen Euro. Dividiert man die Differenz mit der Börsenkapitalisierung erhält man das Kurspotential. Dieses liegt bei der Berechnung für 2008 bei etwa 20 Prozent. Das Kurspotential kann aus den verschiedensten Gründen bei 20 Prozent liegen. Zum einen kann es sein, dass die Erwartungen der zukünftigen EVA's zu

¹²¹ Vgl. Hostettler, Stephan (2002), Seite 201 ff.

hoch sind bzw. nicht den Erwartungen der Anleger entspricht. Aber es kann auch an dem Aktienmarkt selbst liegen, da die Erwartungen der Anleger nicht nur anhand von EVA's getroffen werden. Abschließend kann man davon ausgehen, dass wenn die Prognose der zukünftigen EVA's realistisch ist die Aktienkurse demnächst steigen.

2.2.8 Die Performancemessung anhand von EVA

Die Performancemessung ist eine sehr gute Berechnung für Unternehmensvergleiche und somit auch für die Entscheidung der Anleger, welche Aktien sie halten, kaufen oder verkaufen sollten. Sie beinhaltet zum einen den EVA als absolute Finanzgröße und zum anderen drei Kennzahlen mit Bezug auf dem EVA. Um einen kleinen Performancevergleich darstellen zu können. Wurden zwei deutsche Unternehmen, welche das EVA auch in den Geschäftsberichten haben hierfür rausgesucht. Die Unternehmen kommen aus unterschiedlichen Branchen. Zum einen ist das Volkswagen. Im Fortune Global 500 Ranking für 2008 ist Volkswagen in Deutschland auf Platz zwei und in der Gesamtbewertung auf Platz 18. Das andere Unternehmen ist RWE und steht im Ranking in Deutschland auf Platz 15 und in der Gesamtbewertung auf Platz 114. Die Metro AG ist in Deutschland auf Platz 8 und im Gesamtranking auf Platz 56. Somit liegt sie bei dem Global 500 Ranking zwischen den zwei Unternehmen. Das Fortune Global Ranking erscheint jährlich und beinhaltet die 500 umsatzstärksten Unternehmen der Welt.

2.2.8.1 EVA als absolute Finanzgröße

Die Aussagekraft des absoluten EVA beschränkt sich lediglich auf die Aussage ob Wert geschaffen wurde. Anhand von EVA als absolute Zahl erkennt man nicht wie der Wert geschaffen wurde und auch nicht ob der Wert besser ist als das von einem Konkurrenzunternehmen. Deswegen müssen die EVA- Ergebnisse von der Unternehmensgröße bereinigt werden. Diese daraus entstehenden Kennzahlen haben alle die Bezugsgröße EVA.¹²² In der nachfolgenden Abbildung sind das Geschäftsver-

¹²² Vgl. Hostettler, Stephan (2002), Seite 251 bis Seite 252.

mögen (NOA), die Geschäftsergebnisse (NOPAT), sowie die EVA's der drei Unternehmen angegeben. Das Jahr mit dem größten EVA bekommt die Rangnummer eins.

	RWE	VW	Metro
in Millionen Euro	2008	2008	2008
NOPAT	6.826	4.469	2.047
NOA	39.809	40.972	22.062
EVA	3.453	1.519	613
Rang- Nr.	1	2	3

Abbildung 19: EVA als absolute Finanzgröße¹²³

2.2.8.2 value spread

Wie bereits erwähnt kann man den value spread auf zwei Wegen errechnen. Einmal anhand des Geschäftsvermögens und des EVA oder als Differenz zwischen den ROCE und den WACC. Ursprünglich kommt der value spread aus der Differenz zwischen Rendite und Kapitalkosten. Er zeigt somit an wie viel Wert geschaffen wurde. Anhand des value spread kann man Unternehmen mit unterschiedlicher Größe, Kapitalintensität, Finanzstruktur, Risikoprofils und Länder miteinander vergleichen. Jedoch nur als Maßstab für die Schaffung des Sharholder Value. Für den betrieblichen Leistungsvergleich anhand des value spread muss man die Branchen unterscheiden, da betrachtet werden muss was in das Geschäftsvermögen eingeht.¹²⁴ Für die Berechnung des value spread ist es unerheblich welche Berechnung man nimmt. In der folgenden Tabelle ist der value spread mit den dazugehörigen Rangnummern.

	RWE	VW	Metro
In Millionen Euro	2008	2008	2008
NOA	39.809	40.972	22.062
EVA	3.453	1.519	613
Value spread	8,67%	3,71%	2,78%
Rang- Nr.	1	2	3

Abbildung 20: Rangnummern anhand von value spread¹²⁵

¹²³ Eigene Abbildung.

¹²⁴ Vgl. Hostettler, Stephan (2002), Seite 252 bis Seite 254.

¹²⁵ Eigene Abbildung.

2.2.8.3 Das relativen EVA

Beim value spread profitieren bei der Performancemessung vor allem Unternehmen welche hohe Personalkosten haben, da diese nicht mit im Geschäftsvermögen berücksichtigt werden. Deshalb wird beim relativen EVA die Personalkosten mit einbezogen. Somit werden gleichzeitig die Kapitalkosten, welche aus dem Geschäftsvermögen und den Kapitalkostensatz resultieren und die Personalkosten in Bezug auf das erwirtschaftete EVA gesetzt. Hierbei geht man davon aus, dass Unternehmen mit geringen Geschäftsvermögen einen höheren Anteil an Personalkosten haben, wie Unternehmen mit hohen Geschäftsvermögen.¹²⁶ Nachfolgend die Tabelle für den relativen EVA:

	RWE	VW	Metro
in Millionen Euro	2008	2008	2008
NOA	39.809	40.972	22.062
Personalk.	4.415	6.383	7.075
WACC	8,50%	7,20%	6,50%
EVA	3.453	1.519	613
relEVA	44,3%	16,3%	7,2%
Rang- Nr.	1	2	3

Abbildung 21: Rangnummern anhand vom relativen EVA¹²⁷

Vergleicht man die drei Unternehmen so bemerkt man, dass die Metro AG mit dem kleinsten Geschäftsvermögen die größten Personalkosten hat. Dies ist ein typisches Merkmal der Dienstleistungsbranche, aber auch hier gibt es Ausnahmen wie am RWE Konzern ersichtlich ist. Jedoch auch mit Einbeziehung der Personalkosten ist die Metro AG auf Rang drei.

2.2.8.4 Eva relativ zum Nettoumsatz

Umsatzrentabilitäten sind beliebte Kennzahlen. Die häufigste verwendete Kennzahl ist hierbei der Return on Sales (ROS). Der ROS setzt den Gewinn in Bezug zu dem Nettoumsatz. In den ausgewiesenen Periodengewinn, sind jedoch auch buchhalterische Verzerrungen. Um diese Verzerrungen zu eliminieren wird bei der Performancemessung statt dem Periodengewinn das EVA in den Zähler gesetzt. Hierbei ist zu beach-

¹²⁶ Vgl. Hostettler, Stephan (2002), Seite 255 bis Seite 256.

¹²⁷ Eigene Abbildung.

ten, dass gerade kapitalintensive Unternehmen meistens einen kleineren EVA aufweisen. Zudem ist diese Kennzahl eine Gewinnmarge und die Gewinnmargen sind von Branche zu Branche sehr unterschiedlich. So dass diese Kennzahl sich besser für den Vergleich von Unternehmen eignet, welche aus derselben Branche kommen. Die nachfolgende Tabelle zeigt die so ermittelten Gewinnmargen (EVA-ROS)¹²⁸:

	RWE	VW	Metro
in Millionen Euro	2008	2008	2008
EVA	3.453	1.519	613
Nettoumsatz	48.950	113.808	67.956
EVA-ROS	7,05%	1,33%	0,90%
Rang- Nr.	1	2	3

Abbildung 22: Rangnummern anhand vom EVA-ROS¹²⁹

Der RWE- Konzern hat zwar in 2008 den kleinsten Umsatz, aber das größte EVA. Daraus lässt sich auch auf die Gewinnmargen der Branchen schließen. Gerade die Strombranche hat anscheinend die größten Gewinnmargen und der Handel die kleinsten Margen.

2.2.8.5 Die EVA- Gesamtperformance

Für die Gesamtperformance summiert man die Ranglistennummern der jeweiligen Unternehmen bzw. Jahre zusammen. Die nachfolgende Tabelle zeigt die Platzierung der drei Unternehmen:

Jahr	EVA	Value spread	relEVA	EVA-ROS	Summe	Platzierung
RWE	1	1	1	1	4	1
VW	2	2	2	2	8	2
Metro	3	3	3	3	12	3

Abbildung 23: Platzierung der Performancemessung¹³⁰

Es ist ersichtlich, dass die Unternehmensperformance nach EVA von dem Global 500 Ranking abweicht. RWE konnte bei allen vier Kennzahlen mit dem ersten Rang

¹²⁸ Vgl. Hostettler, Stephan (2002), Seite 257 bis Seite 258.

¹²⁹ Eigene Abbildung.

¹³⁰ Eigene Abbildung.

hervorstechen. Die Metro AG hingegen ist im Performancevergleich mit diesen Unternehmen auf den letzten Platz.¹³¹ Die Performanceberechnung nach EVA berücksichtigt dabei Merkmale für die Aktienanlage. Der EVA ist ein Indikator für die Unternehmensgröße und ist somit ein gutes Qualitätsmerkmal für die Liquidität am Kapitalmarkt. Der value spread zeigt an um wie viel höher bzw. niedriger die geforderte Mindestrendite erwirtschaftet wurde. Somit zeigt diese Kennzahl eine risikorechte Verzinsung des eingesetzten Kapitals bzw. des eingesetzte Kapital des Investors an. Die betriebliche Wertschöpfung also das relative EVA zeigt den Aktionärsmehrwert an und der EVA-ROS als Unternehmenswachstum macht des Unternehmen für Investoren nochmals attraktiver.¹³² Die Performancemessung ist durch ihre ausgewählten Kennzahlen ein gutes Instrument für Investoren um sich schnell ein Überblick über die ausgewählten Unternehmen zu erfassen. Es wird aber nochmals darauf hingewiesen, dass die Börse auch andere Faktoren als das betriebliche Geschehen berücksichtigt und somit eine Performancemessung keine hundertprozentige Garantie für eine steigende Aktie ist.

2.2.9 Die variable Vergütung anhand des EVA

Mit der Einführung des EVA hat sich die Metro AG auch für die Einrichtung einer variablen Vergütung anhand des EVA entschieden. Diese variable Vergütung wurde nicht nur bei dem Management eingeführt, sondern für die gesamte Belegschaft bis zum Marktleiter auf einem einheitlichen Bonussystem. Bereits 2000 wurden über 16.000 Führungskräfte und Mitarbeiter darauf geschult.¹³³ Somit ist EVA eine Bemessungsgrundlage der variablen Vergütungskomponente. Statt individueller Planziele werden alle Mitarbeiter anhand der konkreten Wertsteigerung von Jahr zu Jahr bemessen. Damit es transparent und einheitlich ist, ist das Bonussystem linear und es ist oben und nach unten offen. Die Bonusbank hat den Vorteil das nur ein Teil des Bonus ausgezahlt, der Rest wird der Bonusbank gutgeschrieben. Somit können eventuelle negative Bonuszahlungen anhand der Bonusbank abgezogen, ohne das ein schlechtes Jahr direkt an dem Gehalt der Mitarbeiter spürbar ist.¹³⁴ Die EVA- Vergütung basiert auf den Wertzuwachs eines Jahres somit den Delta- EVA. Bei der Über-

¹³¹ Vgl. Geschäftsbericht 2005 (2006).

¹³² Vgl. Hostettler, Stephan (2002), Seite 259 bis Seite 261.

¹³³ Vgl. Geschäftsbericht 2000 (2001), Seite 5.

¹³⁴ Ebd., Seite 13.

schreitung des vorher geplanten Delta- EVA wird die variable Vergütung nur bis zu Höhe des vereinbarten Zielbonus ausgezahlt, alles was darüber hinaus geht kommt auf die Bonusbank. Um den Anreiz zu schaffen über den Zielbonus hinaus zu kommen wird unabhängig von diesem, ein gewisser Prozentsatz von der Bonusbank jährlich ausgezahlt. Der negative Bonus würde somit die Bonusbank verringern und betrifft dann nur den zusätzlichen Bonus. Damit die Bonusbank aber nicht ins überhöhte Minus gerät, wird diese bei einem Wert von minus eins gekappt. Jedoch wird diese Kappung im Falle, dass in den nächsten beiden Jahren nach der Kappung der Bonusfaktor über zwei liegt mit der Kappung verrechnet. Somit findet eine langfristige Glättung der Boni statt und fördert das langfristige unternehmerische Denken.¹³⁵ Die nachfolgende Tabelle zeigt das Festgehalt und die Vergütung von Vorstandsmitgliedern der Metro AG für die Jahre 2007 und 2008.

in Millionen Euro 2007	Festgehalt	erfolgsbezogene Ansprüche	EVA	Delta EVA
Zygmunt Mierdorf	0,800	1,635	538	112
Frans W. H. Muller	0,800	1,635		
Thomas Unger	0,800	1,635		
in Millionen Euro 2008	Festgehalt	erfolgsbezogene Ansprüche	EVA	Delta EVA
Zygmunt Mierdorf	0,800	1,293	613	75
Frans W. H. Muller	0,800	1,293		
Thomas Unger	0,800	1,293		

Abbildung 24: Variable Vergütung von Vorstandsmitgliedern der Metro AG¹³⁶

Wie in der Tabelle ersichtlich ist, ist das Festgehalt in beiden Jahren gleich. Auch erkennt man, dass die Vergütung nach EVA wesentlich höher als das Festgehalt ist. Obwohl der EVA absolut gegenüber 2007 in 2008 gestiegen ist, ist die erfolgsbezogene Vergütung in 2008 niedriger. Das liegt darin begründet, dass die Vergütung auf dem Delta EVA basiert. Bei den Vergleich kann man auch sehr gut erkennen, dass die erfolgsbezogene Vergütung prozentual dem Festgehalt ist und alle drei Vorstandsmitglieder, dieselben Ansprüche haben.

¹³⁵ Vgl. Geschäftsbericht 2005 (2006), Seite 180.

¹³⁶ Vgl. Geschäftsbericht 2007 (2008), Seite 80 und Geschäftsbericht 2008 (2009), Seite 102.

3 Zusammenfassung und Ausblick

Ziel dieser Diplomarbeit war die Erklärung und Erläuterung der wertorientierten Kennzahl den Economic Value Added. Diese Kennzahl ist grundlegend in drei Bereiche einzuteilen. Der erste Bereich ist die Erläuterung des EVA- Konzeptes und die Abgrenzung zu anderen wertorientierten Kennzahlen. Dies geschah im theoretischen Bereich. Für das Verständnis darf die Beziehung zwischen EVA und MVA nicht fehlen. Die Beziehung wurde anhand der Metro AG praktisch aufgezeigt. Das Hauptaugenmerk lag im zweiten Bereich der Berechnung des Economic Value Added. Hier wurde schnell ersichtlich, dass man die Berechnung nicht einfach von einem Lehrbuch abschreiben kann, sondern sich mit dem Unternehmen befassen muss. Dazu gehörten nicht nur die Bilanzen, sondern auch das Verständnis in welchen Umfeld und Bereichen das Unternehmen agiert. Dies geschah in den praktischen Teil mit der Vorstellung und die nachfolgenden Berechnung des EVA für die Metro AG. Dabei war das größte Problem, dass es keine veröffentlichte Berechnung gab und nur die absoluten Werte angegeben waren. Deshalb soll noch einmal kurz darauf hingewiesen werden, dass die Berechnungen auf Annahmen beruhen. Der dritte Bereich beschäftigte sich mit der Anwendung des EVA. Der Bereich Unternehmensbewertung ist recht umfangreich. Alleine die Annahme für die zukünftigen EVA's ist sehr subjektiv und ohne interne Informationen eher sehr vage. Die Performancemessung ist eine gute Anwendung und besteht aus wenigen Kennzahlen. Hier liegt lediglich das Problem darin, dass es kaum Unternehmen in Deutschland gibt die mit EVA arbeiten und es veröffentlichen. Auch hat die Performancemessung gezeigt, dass der wertorientierte Ansatz sehr von den üblichen Rankings wie das der Global 500 abweicht. Zuletzt wurde noch EVA als Anreizsystem vorgestellt um deutlich zu machen, dass EVA unterschiedlichen Zwecken dienen kann und trotzdem immer eine einheitliche Basis ist. Zusammenfassend kann ich sagen, dass eine wertorientierte Unternehmensführung mit EVA durch seine Einfachheit leicht im Unternehmen kommunizierbar ist. Die Hebel zur Erhöhung des EVA sind so vielfältig und trotzdem einfach und es ist möglich die gesamte Belegschaft zu integrieren und somit eine neue Unternehmenskultur zu schaffen. Gerade in dieser Wirtschaftskrise ist so ein Instrument unabdingbar. Die Mitarbeiter haben Angst um Ihren Job, die Unternehmen bangen um Aufträge. Mit der Einführung von EVA kann man die Mitarbeiter dazu bringen sich wie Miteigentümer ihres Betriebes zu fühlen und somit auch das Kostenbewusstsein und neue Ideen zu fördern. Der EVA- Ansatz ist in Deutsch-

land noch nicht sehr verbreitet. Dies wird sich in den nächsten Jahren jedoch stark ändern. Zum einen wegen der Wirtschaftskrise, zum anderen durch die ständige Internationalisierung und der fortschreitenden Anpassungen der verschiedenen Rechnungslegungen und auch die ständige Erweiterung der Transparenz der Unternehmen. Deshalb ist das Verständnis über Konzept des Economic Value Added und deren Anwendungen in den nächsten Jahren in der Betriebswirtschaft unabdingbar.

Literaturverzeichnis

Fachbücher:

Bach, Dominc: Das Instrument des Economic Value Added: Implementierung und Bewertungen. - Saarbrücken: VDM Verlag Dr. Müller, 2007

Börsig, Clemens / Wagenhofer, Alfred (Hrsg): IFRS in Rechnungswesen und Controlling: Kongress-Dokumentation 59. Deutscher Betriebswirtschafter-Tag 2005. - Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2005

Buchholz, Rainer: Grundzüge des Jahresabschlusses nach HGB und IFRS. - 5., kompl. überarb. Aufl. - München: Verlag Vahlen, 2009

Coenberg, Adolf G. / Haller, Axel / Schulze Wolfgang: Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse: Betriebswirtschaftliche, handelsrechtliche, steuerrechtliche und internationale Grundsätze HGB, IFRS und US-GAPP. - 21., überarb. Aufl. - Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2009

Ehrbar, Al: EVA Economic Value Added: Der Schlüssel zur wertsteigernden Unternehmensführung. - Wiesbaden: Gabler, 1999

Federmann/IASCF (Hrsg.): IAS / IFRS-stud.: International Accounting Standards/ International Financial Reporting Standards mit SIC/ IFRIC- Interpretationen. - 3., neu bearb.u. erw. Aufl. - Hamburg: Erich Schmidt Verlag, 2006

Hommel, Michael / Wüstemann, Jens: Synopse der Rechnungslegung nach HGB und IFRS: Eine qualitative Gegenüberstellung. - München: Verlag Vahlen, 2006

Hostettler, Stephan: Economic Value Added (EVA): Darstellung und Anwendung auf Schweizer Aktiengesellschaften. - 5. unveränd. Aufl. - Bern, Stuttgart, Wien: Haupt, 2002

Körber, Hans- Joachim / Nikolaus Schweickart/ Armin Töpfer (Hrsg.):
Wertorientiertes Management: Wertorientierte Unternehmensführung in der Metro
Group. - Berlin, Heidelberg: Springer Verlag, 2006

Marx, Stefan: IAS vs. HGB als Basis der ertragsorientierten
Unternehmensbewertung. - München: Herbert Utz Verlag, 2004

Meyer, Christian: Working Capital und Unternehmenswert: Eine Analyse zum
Management der Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und
Leistungen. - 1 Aufl. - Göttingen: Deutscher Universitäts- Verlag, 2007

Nicklas, Jörg: Vergleich nationaler und internationaler Standards der
Unternehmensführung: Ein kontingenztheoretischer Ansatz. - Aachen: Shaker
Verlag, 2008

Weißberger, Barbara E.: IFRS für Controller: Alles, was Controller über IFRS
wissen müssen. - 1 Aufl. - München: Haufe, 2007

Wöltje, Jörg: Trainingsbuch IFRS: Von der Umstellung auf IFRS bis zur fertigen
Bilanz. - 1. Aufl. - Freiburg, Berlin, München: Haufe Mediengruppe, 2007

Zeitschriften:

Jensen, Sören: Metro „Nicht mehr realisierbar“, in: Manager Magazin 2006.

Zayer, Eric: Firmenportrait: Adler Modemörkte GmbH, in: ZfCM 2006, S. 74-79.

Sonstige Quellen:

Metro AG (Hrsg.): 09 Profil der Metro Group

Metro AG (Hrsg.): Analystentreffen von 2000 bis 2009

Metro AG (Hrsg.): Geschäftsberichte von 1996 bis 2008

RWE AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 2008

Volkswagen AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 2008

Internetquellen:

Adler Porträt: <http://www.textilwirtschaft.de/aktionsseiten/pages/show.php?id=43>,
verfügbar am 06.11.2009

Der Aktionär Online: http://www.deraktionaer.de/xist4c/web/Arcandor--Metro--Aktie--Karstadt--Kaufhof--Uebernahme--Akquisition--Warenhaus--Boerse--Verlust--Insolvenz--Tipp_id_43__dId_10960159_.htm, verfügbar am 06.11.2009

FAZ Finance.Net: <http://www.fazfinance.net/Aktuell/Metro-draengt-bei-geplanter-Uebernahme-von-Karstadt-zur-Eile-1424.faz>, verfügbar am 06.11.2009

Finance Research: Marktrisikoprämie: <http://www.finance-research.eu/2009/01/15/marktrisikopramie/>, verfügbar am 06.11.2009

Fortune Global 500: <http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2008/snapshots/10461.html>, verfügbar am 06.11.2009

Geschichte des Kaufhauses: http://www.kulturkaufhaus-tietz.de/front/front_content.php?idcat=90, verfügbar am 06.11.2009

Haesler, Herbert R. / Hörmann, Franz: Wertorientierte Steuerung von Unternehmen und Konzernen mittels Kennzahlen: http://docs.google.com/gview?a=v&q=cache:F3WmcbF-KiYJ:www.uibk.ac.at/psychologie/mitarbeiter/leidlmair/haesler_hoermann_3.indd.pdf+Wertorientierte+Steuerung+von+Unternehmen+und+Konzernen+mittels+Kennzahlen&hl=de&gl=de&sig=AFQjCNELp2nFfKUx7EohmfiKTZbQ0K-7Wg, verfügbar am 06.11.2009

HWPB Historisches Wertpapierhaus AG: <http://www.hwph.de/historische-wertpapiere/losnr-auktnr-pa5-541.html>, verfügbar am 06.11.2009

Unternehmenshomepage der Galeria Kaufhof: <http://www.galeria-kaufhof.de/sales/aktionen/catdetail.asp?FLEXID=0>, verfügbar am 06.11.2009

Unternehmenshomepage der Metro Group:
http://www.metroag.de/servlet/PB/menu/-1_11/index.html, verfügbar am 06.11.2009
Unternehmenshomepage von C+C Schaper: <http://www.ccschaper.de/>, verfügbar am 06.11.2009

Unternehmenshomepage von Möbel Unger: <http://www.moebel-unger.com/index.html>, verfügbar am 06.11.2009

Wertmanagement- Konzept des RWE-Konzerns: <http://rwecom.online-report.eu/2008/gb/serviceseiten/suche.php?q=Kapitalkosten&pageID=4105>, verfügbar am 06.11.2009

Anhang

Abbildung 2: Berechnung der vier Konzepte

Economic Value Added	
betrieblicher Gewinn	200,0
- Steuern (50 %)	100,0
= NOPAT	100,0
AV	400,0
+ nUV	200,0
= NOA	600,0
NOA	600,0
* WACC	6,4%
= Kapitalkosten	38,4
NOPAT	100,0
- Kapitalkosten	38,4
= EVA	61,6

Value Added	
AV 00	400,0
+ Abschreibungen	80,0
= Bruttoinvestitionen 00	480,0
Bruttoinvestitionen	480,0
+ Inflation 2 %	9,6
= Bruttoinv. mit Inflation	489,6
Abschreibungen	80,0
/ Bruttoinv. ohne Inflation	480,0
= Abschreibungssatz	16,7%

Value Added	
Bruttoinv. mit Inflation	489,6
- Abschreibung (16,7 %)	81,8
= Anlagenanfangsbestand 01	407,8
Anlagenanfangsbestand 01	407,8
+ Inflation 2 %	8,2
= Anlage mit Inflation	416,0
Anlage mit Inflation	416,0
- Abschreibung (16,7 %)	69,5
= Anlagenendbestand 01	346,5
Anlagenanfangsbestand 01	407,8
* Inflation 2 %	0,02
/ 1 + Inflation 2 %	1,02
= Neubewertung des AV	8,0
Wertveränderung Wertzusch.	100
+ Wertveränderung AV	100
= Bruttoinvestitionen 01	200
Bruttoinvestitionen 01	200,0
+ Inflation 2 %	4,0
= Bruttoinv. mit Inflation 01	204,0
Bruttoinv. mit Inflation 01	204,0
- Abschreibung (16,7 %)	34,1
= Bruttoinvestitionen 01 neu	169,9

Value Added	
Bruttoinvestitionen 01 lt Bilanz	200
* Inflation 2 %	0,02
/ 1 + Inflation 2 %	1,02
= Neubewertung des AV	3,9
NOPAT	100
+ Abschreibung aus GuV 01	100
+ Neubewertung gesamt 01	11,9
- Abschreibungen neu gesamt 01	103,6
= Operating Profit	108,3
n UV 01	250
+ Anlagenendbestand 01	346,5
+ Bruttoinvestitionen 01 neu	169,9
= Capital Employed	766,4
Capital Employed	766,4
* Kapitalkostensatz	5,0%
= Kapitalkosten	38,3
Operating Profit	108,3
- Kapitalkosten	38,3
= Value Profit	70,0

Abbildung 2: Berechnung der vier Konzepte

Economic Profit	
betrieblicher Ertrag	1.000,0
- betrieblicher Aufwand	700,0
- Steuern (50 %)	100,0
- Bruttoinvestitionen	250,0
= FCF	-50,0
Bruttoinvestitionen	250,0
- Abschreibungen	100,0
= Nettoinvestitionen	150,0
FCF	-50,0
+ Nettoinvestitionen	150,0
= NOPLAT	100,0
AV & nUV 00	600,0
+ AV & nUV 01	750,0
gesamt	1.350,0
/	2,0
= NOA	675,0
NOA	675,0
* WACC	6,4%
= Kapitalkosten	43,2
NOPLAT	100,0
- Kapitalkosten	43,2
= EVA	56,8

Cash Value Added	
n UV	250,0
* Inflation	2,0%
Inflation auf nUV	5,0
Nettogewinn 01	80,0
+ Abschreibungen 01	100,0
- Inflation auf nUV	5,0
- Finanzergebnis 01	-40,0
= brCF	215,0
Investition 00	480,0
* Inflationierung 00	1,02
* Inflationierung 01	1,02
- Investition 00	480,0
= Inflationierung Inv. 00	19,4
Investition 01	200,0
* Inflationierung 01	1,02
- Investition 01	200,0
= Inflationierung Inv. 01	4,0
Inflationierung Inv. 00	19,4
+ Inflationierung Inv. 01	4,0
= Inflationierung gesamt	23,4

Cash Value Added	
nUV	250,0
+ AV	500,0
+ Abschreibung 00	80,0
+ Abschreibung 01	100,0
+ Inflationierung gesamt	23,4
= BIB	953,4
AV	500,0
/ Nutzungsdauer	6,0
= Abschreibung	83,3
brCF	215
- Abschreibung	83,3
= gesamt	131,7
/ BIB	953,4
= CFROI	13,9%
CFOI	13,9%
- WACC	6,4%
= Kapitalkostensatz	7,5%
Kapitalkostensatz	7,5%
* BIB	953,4
= CVA	71,5

Abbildung 6: Bilanz nach HGB und IFRS

Bilanz 1999 nach IFRS (in Mio. €)

Aktiva		Passiva	
Langfristiges Vermögen	11.094	Eigenkapital	4.022
Geschäfts- und Firmenwerte	4.246	Gezeichnetes Kapital	835
sonstige Immaterielle Vermögenswerte	97	Kapitalrücklage	2.322
Sachanlagen	6.267	Gewinnrücklagen	339
Finanzanlagen	484	Konzerngewinn	336
Finanzielle Vermögenswerte		Anteile anderer Gesellschafter	190
Umlaufvermögen	10.207	Rückstellungen	1.716
Vorräte	4.862	Rückstellung für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	1.037
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	593	Übrige Rückstellungen	679
Übrige Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	3.489		
Flüssige Mittel	1.263	Verbindlichkeiten	16.093
		Finanzschulden	6.421
		Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	7.461
		Übrige Verbindlichkeiten	2.211
Latente Steuern	1.013	Latente Steuern	178
Rechnungsabgrenzungsposten	88	Rechnungsabgrenzungsposten	393
Bilanzsumme	22.402	Bilanzsumme	22.402

Bilanz 1999 nach HGB (in Mio. €)

Aktiva		Passiva	
Anlagevermögen	8.450	Eigenkapital	3.815
Immaterielle Vermögensgegenstände	4.036	Gezeichnetes Kapital	835
Sachanlagen	3.920	Kapitalrücklage	2.322
Finanzanlagen	494	Gewinnrücklagen	122
		Konzernbilanzgewinn	336
		Ausgleichsposten für Anteile im Fremdbesitz	201
Umlaufvermögen	10.372	Sonderposten mit Rücklageanteil	9
Vorräte	4.902		
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	4.202	Rückstellungen	2.586
Wertpapiere und Schuldscheindarlehen	106		
Schecks, Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	1.162	Verbindlichkeiten	12.493
Ausgleichsposten für latente Steuern	73		
Rechnungsabgrenzungsposten	87	Rechnungsabgrenzungsposten	78
Bilanzsumme	18.982	Bilanzsumme	18.982

Abbildung 8: Verbindlichkeiten

bilanzierte Verbindlichkeiten		
Mio €	nach IFRS	nach HGB
Anleihen	1.121,0	1.182,9
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	1.897,0	2.618,7
Schuldscheindarlehn	650,0	
Wechselverbindlichkeiten	275,0	274,8
Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing	2.478,0	
Finanzschulden	6.421,0	
Verbindlichkeiten gegenüber Lieferungen & Leistungen	7.461,0	7.100,3
Verbindlichkeiten gegenüber anderen verbundenen Unternehmen		3,8
Verbindlichkeiten gegenüber Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht		7,5
Steuerverbindlichkeiten	608,0	415,4
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	43,0	45,8
Lohn- und Gehaltsabrechnung	501,0	
Verbindlichkeiten aus sonstigen Finanzgeschäften	261,0	
Sonstige Verbindlichkeiten	798,0	1.258,9
Übrige Verbindlichkeiten	2.211,0	
	16.093,0	12.492,7

Die Aufstellung der Verbindlichkeiten ist in Anlehnung des Konzernanhangs für Verbindlichkeiten aus dem Konzernabschluss 2000 entwickelt. Die Werte nach HGB entsprechen den umgerechneten Werten des Konzernanhangs Verbindlichkeiten aus dem Konzernabschluss 1999 und wurde zum besseren Vergleich dem Verbindlichkeiten nach IFRS angepasst.

Abbildung 9: Rückstellungen

bilanzierte Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen		
Mio €	nach IFRS	nach HGB
Rückstellungen für Pensionen (Direktzusagen)	534,0	795,9
Rückstellung für Unterdeckung betrieblicher Unterstützungskassen	382,0	
Sonstige Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	121,0	
	1.037,0	795,9

übrige Rückstellungen		
Mio €	nach IFRS	nach HGB
Verpflichtungen aus dem Immobilienbereich	75,0	
Verpflichtungen aus dem Warengeschäft	43,0	
Restrukturierungen	99,0	
Steuerrisiken	102,0	
Steuerrückstellungen		368,0
Sonstige Rückstellungen	360,0	1.422,4
	679,0	1.790,4

Die Aufstellung der Rückstellung ist in Anlehnung des Konzernanhangs für Rückstellungen aus dem Konzernabschluss 2000 entwickelt. Die Werte nach HGB entsprechen den umgerechneten Werten des Konzernanhangs unter Rückstellungen aus den Konzernabschluss

Anlage 12: Economic Value Added 2008

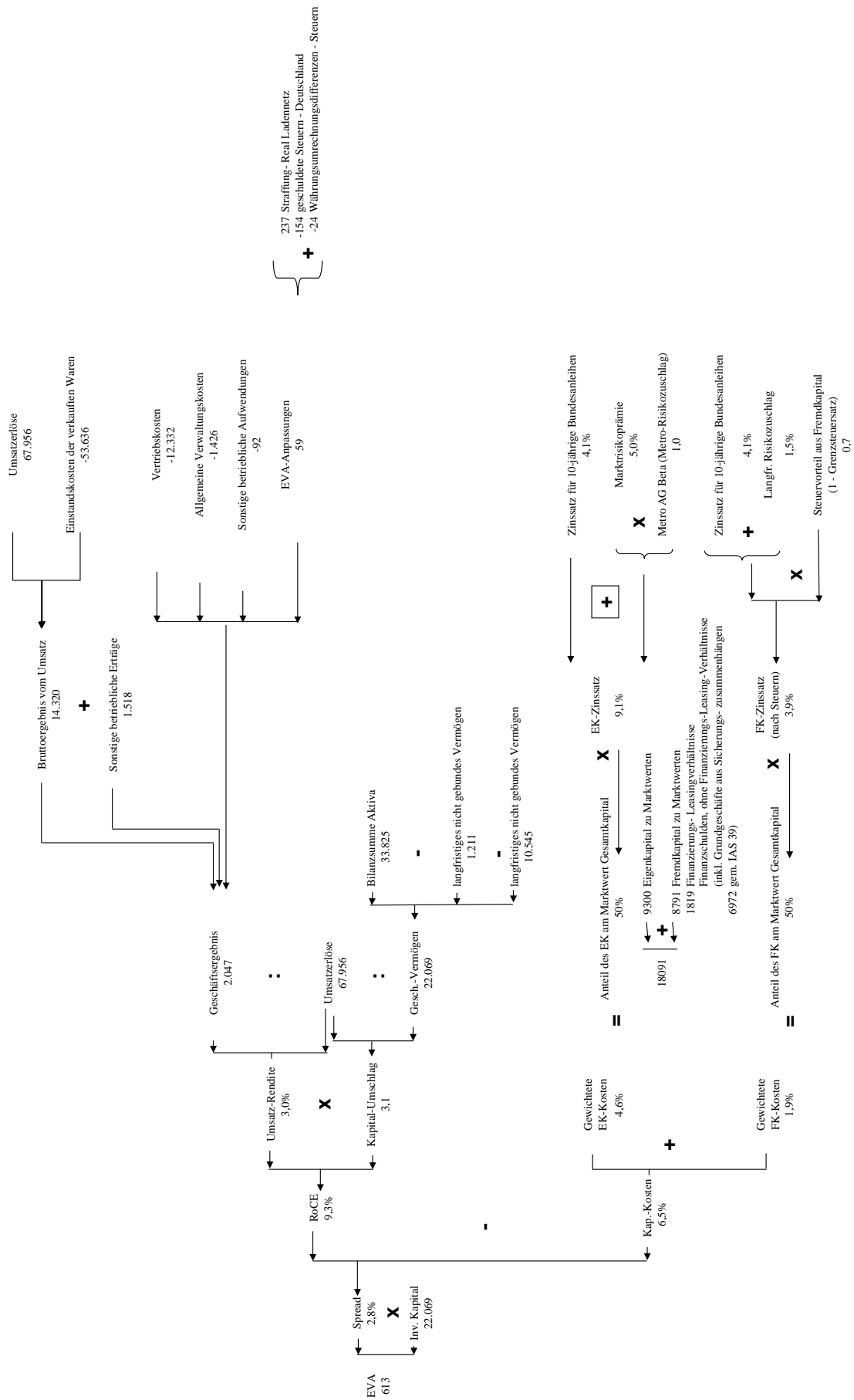


Abbildung 16: Prognose der zukünftigen EVA's

Metro AG

in Mio. €	Q2 .2004	Q2 .2005	Q2 .2006	Q2 .2007	Q2 .2008	Q2 .2009
Umsatz	13.352	13.829	14.033	15.393	16.064	15.338
Umsatzwachstum		3,57%	1,48%	9,69%	4,36%	-4,52%

in Mio. €	H1 .2004	H1 .2005	H1 .2006	H1 .2007	H1 .2008	H1 .2009
Umsatz	26.221	27.244	27.341	30.312	31.692	30.505
Umsatzwachstum		3,90%	0,36%	10,87%	4,55%	-3,75%

in Mio. €	9M .2004	9M .2005	9M .2006	9M .2007	9M .2008	9M .2009
Umsatz	39.624	41.304	41.472	45.962	47.848	./.
Umsatzwachstum		4,24%	0,41%	10,83%	4,10%	

in Mio. €	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Umsatz	56.409	55.722	59.882	64.337	67.956	66.620
Umsatzwachstum		-1,2%	7,5%	7,4%	5,6%	-2,0%
EBITDA		2.938	3.162	3.343	3.543	
EM = EBITDA / Umsatz		5,27%	5,28%	5,20%	5,21%	5,25%
NOA des Vorjahres		21.573,8	20.674,0	22.643,0	21.427,0	22.062,0
TO= Umsatz / NOA des Vorjahres		2,6	2,9	2,8	3,2	3,0
A		41,87%	44,02%	39,87%	43,40%	43,50%
WACC		6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Vermögensrendite		7,92%	8,56%	8,88%	9,36%	8,90%
value spread		1,42%	2,06%	2,38%	2,86%	2,40%
NOA= Umsatz /TO		21.574	20.674	22.643	21.427	22.207
EVA		306	426	538	613	533
EVA laut Bericht		305	426	538	613	

Abbildung 16: Prognose der zukünftigen EVA's

Metro Cash & Carry

in Mio. €	Q2 .2004	Q2 .2005	Q2 .2006	Q2 .2007	Q2 .2008	Q2 .2009
Umsatz	6.437	6.889	7.396	7.778	8.187	7.650
Umsatzwachstum		7,02%	7,36%	5,16%	5,26%	-6,56%

in Mio. €	H1 .2004	H1 .2005	H1 .2006	H1 .2007	H1 .2008	H1 .2009
Umsatz	12.356	13.034	14.034	14.757	15.654	14.643
Umsatzwachstum		5,49%	7,67%	5,15%	6,08%	-6,46%

in Mio. €	9M .2004	9M .2005	9M .2006	9M .2007	9M .2008	9M .2009
Umsatz	18.780	19.928	21.356	22.541	23.903	./.
Umsatzwachstum		6,11%	7,17%	5,55%	6,04%	

in Mio. €	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Umsatz	26.442	28.087	29.907	31.698	33.143	31.486
Umsatzwachstum		6,2%	6,5%	6,0%	4,6%	-5,0%
EBITDA		1.337	1.510	1.631	1.728	
EM = EBITDA / Umsatz		4,76%	5,05%	5,15%	5,21%	5,27%
NOA des Vorjahres		5.632	6.636	6.698	6.891	7.393,0
TO= Umsatz / NOA des Vorjahres		5,0	4,5	4,7	4,8	4,3
A		43,50%	40,80%	39,15%	39,60%	39,70%
WACC		6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Vermögensrendite		13,41%	13,47%	14,82%	15,15%	13,66%
value spread		6,91%	6,97%	8,32%	8,65%	7,16%
NOA= Umsatz /TO		5.632	6.636	6.698	6.891	7.322
EVA		389	463	557	596	524
EVA laut Bericht		389	463	557	596	

Abbildung 16: Prognose der zukünftigen EVA`s

Media Markt & Saturn

in Mio. €	Q2 .2004	Q2 .2005	Q2 .2006	Q2 .2007	Q2 .2008	Q2 .2009
Umsatz	2.587	2.759	3.202	3.565	4.082	4.048
Umsatzwachstum		6,65%	16,06%	11,34%	14,50%	-0,83%

in Mio. €	H1 .2004	H1 .2005	H1 .2006	H1 .2007	H1 .2008	H1 .2009
Umsatz	5.298	5.849	6.554	7.489	8.442	8.687
Umsatzwachstum		10,40%	12,05%	14,27%	12,73%	2,90%

in Mio. €	9M .2004	9M .2005	9M .2006	9M .2007	9M .2008	9M .2009
Umsatz	8.046	8.889	9.988	11.390	12.714	./.
Umsatzwachstum		10,48%	12,36%	14,04%	11,62%	

in Mio. €	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Umsatz	12.210	13.306	15.156	17.122	18.993	19.563,0
Umsatzwachstum		9,0%	13,9%	13,0%	10,9%	3,0%
EBITDA		679	776	822	839	
EM = EBITDA / Umsatz		5,10%	5,12%	4,80%	4,42%	4,20%
NOA des Vorjahres		1.308	2.029	2.302	2.577	2.814,0
TO= Umsatz / NOA des Vorjahres		10,2	7,5	7,4	7,4	7,0
A		48,50%	45,40%	43,60%	46,00%	43,00%
WACC		6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Vermögensrendite		26,73%	20,88%	20,14%	17,58%	16,64%
value spread		20,23%	14,38%	13,64%	11,08%	10,14%
NOA= Umsatz /TO		1.308	2.029	2.302	2.577	2.814
EVA		265	292	314	286	285
EVA laut Bericht		265	292	314	286	

Abbildung 16: Prognose der zukünftigen EVA`s

Galeria Kaufhof

in Mio. €	Q2 .2004	Q2 .2005	Q2 .2006	Q2 .2007	Q2 .2008	Q2 .2009
Umsatz	802	765	802	786	764	786
Umsatzwachstum		-4,61%	4,84%	-2,00%	-2,80%	2,88%

in Mio. €	H1 .2004	H1 .2005	H1 .2006	H1 .2007	H1 .2008	H1 .2009
Umsatz	1.661	1.587	1.616	1.596	1.564	1.578
Umsatzwachstum		-4,46%	1,83%	-1,24%	-2,01%	0,90%

in Mio. €	9M .2004	9M .2005	9M .2006	9M .2007	9M .2008	9M .2009
Umsatz	2.558	2.419	2.446	2.411	2.377	./.
Umsatzwachstum		-5,43%	1,12%	-1,43%	-1,41%	

in Mio. €	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Umsatz	3.768	3.575	3.609	3.556	3.516	3.551,0
Umsatzwachstum		-5,1%	1,0%	-1,5%	-1,1%	1,0%
EBITDA		189	192	211	217	
EM = EBITDA / Umsatz		5,29%	5,32%	5,93%	6,17%	6,40%
NOA des Vorjahres		1.818	1.605	1.440	1.071	1.060,0
TO= Umsatz / NOA des Vorjahres		2,0	2,2	2,5	3,3	3,4
A		52,00%	59,50%	53,00%	63,00%	64,00%
WACC		6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Vermögensrendite		4,99%	4,84%	6,89%	7,50%	7,72%
value spread		-1,51%	-1,66%	0,39%	1,00%	1,22%
NOA= Umsatz /TO		1.818	1.605	1.440	1.071	1.060
EVA		-27	-27	6	11	13
EVA laut Bericht		-27	-27	6	11	

Abbildung 16: Prognose der zukünftigen EVA`s

Real

in Mio. €	Q2 .2004	Q2 .2005	Q2 .2006	Q2 .2007	Q2 .2008	Q2 .2009
Umsatz	2.637	2.372	2.419	3.016	2.800	2.759
Umsatzwachstum		-10,05%	1,98%	24,68%	-7,16%	-1,46%

in Mio. €	H1 .2004	H1 .2005	H1 .2006	H1 .2007	H1 .2008	H1 .2009
Umsatz	5.239	4.838	4.737	6.009	5.564	5.388
Umsatzwachstum		-7,65%	-2,09%	26,85%	-7,41%	-3,16%

in Mio. €	9M .2004	9M .2005	9M .2006	9M .2007	9M .2008	9M .2009
Umsatz	7.735	7.169	7.097	8.937	8.341	./.
Umsatzwachstum		-7,32%	-1,00%	25,93%	-6,67%	

in Mio. €	2006	2007	2008	2009
Umsatz	8.775	11.003	11.636	11.345
Umsatzwachstum		25,4%	5,8%	-2,5%
EBITDA	243	160	212	
EM = EBITDA / Umsatz	2,77%	1,45%	1,82%	1,60%
NOA des Vorjahres	7.489	6.215	5.916	5.500,0
TO= Umsatz / NOA des Vorjahres	1,2	1,8	2,0	2,1
A	17,00%	29,50%	21,00%	29,50%
WACC	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Vermögensrendite	2,69%	1,81%	2,83%	2,33%
value spread	-3,81%	-4,69%	-3,67%	-4,17%
NOA= Umsatz /TO	7.489	6.215	5.916	5.500
EVA	-285	-291	-217	-230
EVA laut Bericht	-285	-291	-217	

Abbildung 18: MVA ex ante

Metro AG

in Mio. €	2009	2010	2011	2012	2012*
Geschäftsergebnis					2.202
Umsatz	66.620	67.286	69.978	73.127	
Umsatzwachstum	-2,00%	1,00%	4,00%	4,50%	
EBITA					
EM = EBITDA / Umsatz	5,25%	5,27%	5,30%	5,32%	
NOA des Vorjahres	22.062				
TO= Umsatz / NOA des Vorjahres	3,0	3,1	3,2	3,3	
A	43,50%	43,40%	43,40%	43,40%	
WACC	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Vermögensrendite	8,90%	9,25%	9,60%	9,94%	
value spread	2,40%	2,75%	3,10%	3,44%	
NOA= Umsatz / TO	22.207	21.705	21.868	22.160	22.160
prognostizierte EVA`s	533	596	678	762	762
Restwert					11.723
Diskontfaktor	0,939	0,882	0,828	0,777	0,777
Barwerte	500	526	561	592	9.109
MVA ex ante	11.288				